



Inflation 2022

Gute Aussichten für Private Equity

Stefan Freytag, Deutsche Oppenheim

AUSGEZEICHNETES BASISINVESTMENT MIT 9,56 % NETTORENDITE IM KRISENJAHR 2020.

Profitieren Sie von der jahrzehntelangen und mehrfach ausgezeichneten Investment-Erfahrung unseres Portfolio-Managements.

AUSGEZEICHNET
MIT 5 STERNEN
VON ASSET STANDARD
UND FUCHS CAPITAL



Mit dem
Jury-Sonderpreis
ausgezeichneter
Vermögensverwalter
Handelsblatt
Elite Report 2022

Kapitalerhalt
+
Ausschüttung

ZUR WEBSITE



Die Vorteile unseres mehrfach ausgezeichneten INVIOS Vermögensbildungsfonds:



Breites Anlagespektrum
INVIOS streut Ihr Kapital
konsequent in verschiedene
Anlageklassen/-instrumente
(Aktien, ETFs, Gold usw.)



Vielfältige Rendite-Chancen
Stabiles Ertragsniveau durch
Kombination von Wertsteige-
rungs- und Werterhaltungs-
Komponenten.



Globales Anlage-Universum
INVIOS sucht für Sie weltweit
nach den lukrativsten und
rentabelsten Anlage- und
Rendite-Chancen.



Professionelle Betreuung
INVIOS entlastet Sie von Anlage-
entscheidungen, hat alle Risiken
permanent im Blick und reagiert
schnell auf neue Gegebenheiten.

Titel

PREISAUFTRIEB – REISENDER ODER DAUERGAST?

Unterschiedliche Vorstellungen über die zukünftige Inflation

Die Inflationsrate kletterte im November (gegenüber dem Vorjahresmonat) in Deutschland auf 5,2 Prozent. Dennoch hielt sich der Aufschrei in Grenzen. Dabei galt Deutschland international lange als Land, in dem Inflationsfurcht auf hohem Niveau kultiviert wird, egal ob gerade Deflation oder Inflation herrscht. Vielleicht ist das der Grund, weshalb man die jüngsten Inflationsanstiege beinahe gleichmütig registierte. Vielleicht stellt auch nur „Corona“ alles andere in den Schatten. Möglich aber auch, dass sich die Inflationenkultur mit den Jahren der Euroexistenz, der Krisen, der Niedriginflationsepoche und durch die nachwachsenden Generationen verändert hat. Jedenfalls kam der Anschlag der 2021 weltweit geführten Inflationsdiskussion nicht aus Deutschland, sondern aus den nicht allzu sehr inflationssensiblen USA. Allerdings ist dies keine Überraschung. Denn erstens werden die meisten intellektuellen Trends, praktisch alle im Zusammenhang mit Wirtschaft und Finanzmärkten, in den USA gesetzt. Zweitens ist die Inflation dort schon früh sehr kräftig angestiegen. Im Mai lag die Quote bei 5 Prozent und danach immer darüber. Bereits das massive Konjunkturpaket der Biden-Administration hatte führende Makroökonomien im Frühjahr dieses Jahres auf den Plan gerufen, die vor längerfristig hoher Inflation warnten.

Stand und Prognosen

Im Laufe des Jahres 2021 sind die monatlichen Inflationsraten (im Vergleich zum Monat im Vorjahr) kräftig angestiegen. So betrug in Deutschland die Inflationsrate (gemäß Verbraucherindex) im Januar 2021 noch 1 Prozent, für November schätzte sie das Statistische Bundesamt vorläufig auf 5,2 Prozent. Allerdings ging der Verbraucherindex gegenüber dem Oktober 2021 um 0,2 Prozentpunkte zurück.

Wie sehen die aktuellen Inflationsraten für das Jahr 2021 und in einzelnen Ländern oder Ländergruppen aus? Die OECD rechnet für das gesamte Jahr 2021 mit einem Anstieg des harmonisierten Verbraucherindex im Bereich der OECD-Mitgliedschaft von 3,5 Prozent; im Euroraum soll die Steigerung 2,4 Prozent betragen, jedoch mit erheblicher Streuung. Während die OECD für Deutschland 3,1 Prozent schätzt, erwartet sie für Frankreich 2,1 Prozent und für Itali-

INHALT

03 Preisauftrieb – Reisender oder Dauergast?

Unterschiedliche Vorstellungen über die zukünftige Inflation

09 Prognose 2040

Ein langfristiger Ausblick von Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt der Berenbrg Bank.

11 Herausforderung der Vermögensverwaltung

Von Jürgen App

13 Private Equity: Trend zu Affluents?

Je schwieriger es wird, im liquiden Anlagebereich ausreichende Gewinne zu erwirtschaften, desto stärker rücken auch für Vermögensverwalter alternative Renditequellen in den Vordergrund.

15 Mehr als nur Kryptowährungen – Blockchain wird das Leben verändern

Von Axel Daffner, Pegasos Capital

17 Studien

Wann kommen die Metzger?

20 firstfive – Topranking

Eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten

en 1,8 Prozent. Wie sich die Zeiten ändern. Damit gehört Deutschland unter den fortgeschrittenen Ländern zur Gruppe mit dem höchsten Inflationsanstieg. Die Teuerung in den USA wird noch höher sein, die OECD schätzt sie auf 3,9 Prozent, während Japan mit -0,2 Prozent seinem Ruf als uninflationierbar treu geblieben ist. Die Anstiege der Kerninflation sind, wie Tabelle 2 zeigt, etwas geringer.

Wie sieht es mit dem Ausblick für die nächsten beiden Jahre aus? Laut Prognosen der OECD vom Dezember 2021 sollen die Verbraucherpreise über das gesamte Jahr 2022 im OECD-Bereich um 4,2 Prozent ansteigen – das wäre eine stärkere Teuerung als 2021. Für die USA erwartet die OECD 4,4 (2022) und 2,5 Prozent (2023). Im Euroraum sollen es 2,7 (2022) und 1,8 (2023) Prozent sein. Für Deutschland werden 2,8 (2022) bzw. 2,2 (2023) Prozent erwartet, für Frankreich 2,3 (2022) und 1,4 (2023) Prozent und für Italien 2,2 (2022) und 1,6 (2023) Prozent. Die Rate in Deutschland wird dieser Prognose zufolge also in den beiden kommenden Jahren nicht nur über der Euroraumrate, sondern auch über der Zielrate der EZB von 2 Prozent liegen, während in Frankreich und Italien die Zielrate 2022 nur knapp übertroffen werden soll, und 2023 deutlich unterschritten wird.

Die gegenwärtig vorliegenden letzten Prognosen anderer Institutionen, die regelmäßig Inflationsdaten schätzen, sind nicht vom Dezember, sondern vom Herbst oder Spätsommer. Der Sachverständigenrat (SVR) etwa erwartete im Herbst für 2022 im Euroraum eine Inflation von 2,1%; die EZB ging im September nur von 1,7 (2022) und 1,5 (2023) Prozent aus.

Die Prognose-Differenzen können unterschiedliche Gründe haben: andere Daten, Methoden oder Modelle. Aber insbesondere fällt auf, dass die Prognostiker ihre Inflationsausblicke im Laufe des Jahres kräftig nach oben korrigierten: Die Profi-Prognostiker haben gemäß SPF (Survey of professional Forecasters) für das Jahr 2021 nach Angaben des SVR im ersten Quartal noch eine Inflation von 0,9 Prozent erwartet; im vierten Quartal war diese Schätzung auf 2,3 Prozent angestiegen. Ähnliches kann man auch bei OECD, EZB und IWF beobachten (siehe Tabelle 3). Der SVR bringt dies mit erheblichen Unsicherheiten der derzeitigen Inflationsprognosen in Verbindung. Aber hier kommt nicht erhöhte Unsicherheit zum Ausdruck – die sollte sich in starker Streuung der Schätzwerte in einem Zeitpunkt zeigen –, sondern eine systematische Unterschätzung der inflationären Dynamik zu Beginn des Jahres. Offenbar waren die Erwartungen der wichtigsten Institutionen adaptiv: die unerwartet hohen realen Inflationsraten erzwangen Anpassungen der kurz- bis mittelfristigen Schätzungen. Das ist auch der Grund, weshalb SVR, OECD oder IWF bei ihren Schätzungen derzeit so sehr die „Upside“-Unsicherheit (höher und / oder länger erhöht) betonen.

Trotz diverser Prognose-Unterschiede, adaptiver Korrekturen und erhöhter Upside-Unsicherheiten besteht in den Prognoseabteilungen der genannten Institutionen der Konsens, dass die Jahresinflation 2022 – bei Verzögerung eventuell auch erst 2023 – den Höhepunkt haben wird und sich dann wieder in der Nähe des Vorkrisenniveaus einpendeln wird.

Temporäre Ursachen – Temporäre Wirkungen?

Der Grund für diese Einschätzung ist, dass man derzeit die Ursachen der erhöhten Inflationsdynamik vor allem in temporären Faktoren sieht. Und temporäre Faktoren, so die Annahme, bewirken im gegenwärtigen Umfeld nur temporär erhöhte Inflation.

Um welche Faktoren handelt es sich hier? Genannt werden neben Basiseffekten (etwa im Zusammenhang mit (Mehrwert-) Steuersenkungen oder

Tabelle 1: Erwarteter Anstieg der Verbraucherpreise in Prozent (OECD)

	2020	2021	2022	2023
OECD-Länder	1,5	3,5	4,2	3
Euro-Raum	0,3	2,4	2,7	1,8
Deutschland	0,4	3,1	2,8	2,2
Frankreich	0,5	2,1	2,3	1,4
USA	1,2	3,9	4,4	2,5
Japan	0	-0,2	0,8	0,8
China	2,5	0,8	1,7	2,4

Quelle: OECD, Economic Outlook, Dezember 2021

gefallenen Energiepreisen 2020) sowie weiteren Sondereffekten unter anderem: Liefer- und Produktionsengpässe; massiv erhöhte Seefrachtkosten; Energiepreisanstiege; kumulierte Ersparnisse und aufgeschobener Konsum, der nachgeholt wird; massive politische Maßnahmen zur Stimulation der Wirtschaft. Konzidiert wird, dass diese Inflationstreiber länger aktiv sein könnten und dass manche vielleicht erst verzögert wirksam werden – was auch von der pandemischen Lage abhängt. Alles in Allem würde dies aber am generellen Bild, dass die gegenwärtige Inflationsdynamik ein temporäres Phänomen ist, nichts ändern.

Die Forschungsabteilungen etwa von IWF oder EZB stützten diese Einschätzung mit Modellberechnungen ab. Im IWF-Ausblick vom Herbst wird mit Hilfe eines neokeynesianischen „Phillipskurven“-Modells die Inflationsdynamik untersucht. Inflationsfaktoren sind die Produktionslücke, fallende Arbeitslosigkeit und der Anstieg der längerfristigen Inflationserwartungen. Die Modellberechnungen ergeben im Endeffekt, dass der Inflationsdruck in den nächsten Jahren abnimmt. Die IWF-Ökonomen spielten zudem ein Extremrisiko-Szenario durch, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit sie mit 0,01 Prozent veranschlagen. Sollte es eintreten, käme es zu einem starken Anstieg der Rohstoffpreise und zu sektoraler Inflationsstreuung. Die Inflation würde in den fortgeschrittenen Ökonomien auf bis zu 4,4 Prozent, in Schwellenländern auf bis zu 8,4 Prozent ansteigen. Aber auch in diesem Szenario geht die Inflation im Trend 2024 zurück und die längerfristigen Inflationserwartungen bleiben in den fortgeschrittenen Ökonomien mit hoher Wahrscheinlichkeit stabil bei 2 Prozent verankert. Demnach besteht im Extremszenario das Risiko eines kräftigeren Inflationsanstiegs mit verzö-

gerter Rückkehr zur Trendinflation. In der langen Frist ändert sich aber am temporären Charakter stark überhöhter Inflation nichts.

Die EZB-Ökonomen Brognone, Dieppe und Ricci stellten kürzlich auf der Ökonomen-Plattform CEPR / VOX („Quantifying the risk of persistently higher US inflation“) die Ergebnisse einer Simulation mit dem ECB-Global model vor. Zweck der Übung war, das „Upside-Risk“ des Biden-Konjunktur-Pakets für die US-Ökonomie in den Jahren 2022 und 2023 zu beziffern. Im Basisszenario führt der fiskalische Stimulus nur zu einem moderaten Inflationsanstieg von 0,3 Prozentpunkten; 2022 wird dieser seinen Höhepunkt erreichen und 2023 leicht abflauen. In Risikoszenarien spielen die EZB-Ökonomen drei vom Basis-Szenario abweichende Fälle durch: a) der Fiskal-Multiplikator ist stärker als im Basisszenario angenommen; b) rückgehende Arbeitslosigkeit treibt die Inflation stärker (steilere Phillipskurve); c) die längerfristige Inflationserwartung verändert sich (Entankerung). Den stärksten Effekt hätte eine Entankerung der Inflationserwartungen; dadurch könnte die Inflation 1 Prozentpunkt höher als im Basisszenario erwartet ausfallen. Sollten alle Risikoszenarien simultan eintreten, könnte der gesamte Biden-Stimulus die Inflation im Jahr 2023 um 2,3 Prozentpunkte zusätzlich erhöhen. In diesem Fall aber, so die EZB-Ökonomen, würde die Fed ihre Geldpolitik eben früher straffen, um dem Inflationsdruck entgegenzuwirken.

Brakeman of last resort

Auch die Kollegin der drei EZB-Forscher Isabel Schnabel setzt auf die Bremserin der letzten Instanz, die Zentralbank. Im September hielt sie einen Vortrag vor deutschen Unternehmern mit dem Titel „Neue Narrative über die Geldpolitik:

das Gespenst der Inflation“, der zur Beruhigung des Publikums gedacht war: “Mir war es heute, in einem Umfeld steigender Inflationsraten, insbesondere in Deutschland, ein Anliegen, den Menschen die Sorge zu nehmen, dass die Inflation dauerhaft zu hoch bleiben wird oder sogar unkontrolliert in die Höhe schießt. Aller Voraussicht nach wird sich die Inflation im kommenden Jahr wieder spürbar abschwächen. ... Die EZB wird auch in Zukunft die Preisstabilität im Euroraum mit Entschlossen-

Tabelle 2: Erwarteter Anstieg der Kerninflation in Prozent (OECD)

	2020	2021	2022	2023
Euro-Raum	0,7	1,3	1,8	1,8
Deutschland	0,7	2,1	2,4	2,2
Frankreich	0,6	1,3	1,6	1,4
USA	1,4	3,3	3,9	2,5
Japan	0,1	-0,5	0,5	0,8

Quelle: OECD, Economic Outlook, Dezember 2021

heit wahren. Wir werden anhaltenden Abweichungen von unserem Inflationsziel nach oben und nach unten mit Vehemenz entgegenwirken. Wir werden den Preisen von selbstgenutztem Wohneigentum stärker Rechnung tragen. Und wir werden mit Umsicht und Besonnenheit im aktuellen Umfeld handeln, um nach vielen Jahren endlich den Weg aus dem Niedrigzinsumfeld zu ebnen.“

Nicht alle Ökonomen teilen diese Zuversicht. Manch anderer erzählt das „neue Narrativ“ vom Inflationsgespenst, das nur eines sicher nicht ist: neu. Denn meistens knüpfen sie an vergangenen „Inflationsepochen“ an.

Das von Schnabel vorgetragene EZB-„Narrativ“, das durch Modellstudien gestützt wird, geht, wie bereits gesagt, davon aus, dass die derzeitigen Inflationsursachen nur vorübergehender Natur sind. Anders gesagt: Temporäre Ursachen haben temporäre Wirkungen (auf die Inflation). Das ist aber logisch betrachtet nur eine von vier kombinatorischen Möglichkeiten. Und ökonomisch betrachtet gibt es nicht wenige Experten, die der Ansicht sind, dass temporäre Ursachen in der derzeitigen Situation auch langfristige Inflationswirkungen haben können. Bereits im Frühjahr warnten einflussreiche Ökonomen wie Summers oder Blanchard davor, dass der Biden-Stimulus die Inflation auch langfristige stark erhöhen könnte – was der eben angeführten EZB-Modell-Simulation zufolge aber eher unwahrscheinlich ist. Auch Hans-Werner Sinn äußerte in

Interviews unter anderem mit dem Handelsblatt die Meinung, dass die derzeit als „temporär“ attribuierten Inflationstreiber Auslöser für ein neues Inflationsregime sein könnten, in dem es immer wieder zu kräftigen Inflationsausbrüchen kommen werde – ähnlich wie wir das zwischenzeitlich von den Pandemiewellen her kennen. Demzufolge würden temporäre Inflationsfaktoren insbesondere über diverse Verstärkereffekt ein dauerhaft instabiles Inflationsregime induzieren.

Die dritte logische Möglichkeit besteht darin, dass dauerhafte Faktoren eine dauerhafte Inflationsdynamik erzeugen. Diese Konstellation spielt in der Diskussion um die zukünftige Inflationsdynamik gleichfalls eine Rolle. Genannt werden u.a. Preissteigerungen, die sich aus der projektierten Transformation des Energieregimes ergeben; der langfristige demographische Wandel oder der anhaltende Fachkräftemangel in Deutschland.

Bleibt der Vollständigkeit halber noch die vierte kombinatorische Möglichkeit zu erwähnen: dauerhafte Ursachen haben nur temporäre Wirkungen; das wäre aber inflationspolitisch wenig problematisch.

Der vorherrschenden Annahme „temporäre Ursachen / temporär erhöhter Inflationsdruck“ wird offenbar von Verfechtern der Konstellation „temporäre Ursachen / dauerhaft erhöhter Inflationsdruck“ am stärksten widersprochen; für sie spielen insbesondere Verstärkereffekte eine zentrale Rolle. In diesem Zusammenhang werden dann regelmäßig zwei Inflationsfaktoren genannt: entankerte bzw. adaptive langfristige Inflationserwartungen und Lohn-Preis-Spiralen.

Langfristige Inflationserwartungen und Lohn-Preis-Spiralen

Sind die langfristigen Inflationserwartungen (über 5 und mehr Jahre) auch bei aktuell steigender Inflation stabil, dann sind sie von Letzterer unabhängig; man spricht dann häufig von Verankerung. Der Grad dieser Verankerung ist insbesondere von verschiedenen institutionellen Faktoren abhängig, wie etwa der Verfasstheit und der Glaubwürdigkeit der Zentralbank.

Kommt es in einem Umfeld

Tabelle 3: Wandel der Prognosen in Abhängigkeit vom Datum - Inflation im Euroraum in Prozent

	2021	2022	2023
OECD, Dezember 2020	0,7	1	
OECD, Dezember 2021	2,4	2,7	1,8
ECB / Eurosystem, Dezember 2020	1	1,1	1,4
ECB / Eurosystem, September 2021	2,2	1,7	1,5
IWF, Januar 2021	0,9	1,1	
IWF, Oktober 2021	2,2	1,7	
Survey of professional Forecasters (SFP), Januar 2021	0,9	1,3	1,5
Survey of professional Forecasters (SFP), September 2021	2,3	1,9	1,7

Quellen: ECB, OECD, IWF

steigender Inflationsraten zu einer Entankerung, dann wirken die aktuellen Inflationsraten – ähnlich wie bei den kürzerfristigen Inflationserwartungen – auf die langfristigen Inflationserwartungen ein. Weil sich hieraus gegenseitige Verstärkereffekte ergeben, kann eine Entankerung eine besonders kräftige Inflationsdynamik hervorrufen – in der oben angesprochenen EZB-Simulation der US-Inflation ist sie der stärkste Treiber. Wie stark sind nun die langfristigen Inflationserwartungen tatsächlich verankert? Dazu gibt es verschiedene Aussagen und auch empirische Untersuchungen.

Der IWF geht in seinem Herbstausblick davon aus, dass die Verankerung der Inflationserwartungen in entwickelten Volkswirtschaften in den vergangenen 2 Jahrzehnten relativ stabil geblieben ist, selbst in der Covid-Krise. Das sei auch den Zentralbanken zuzuschreiben. Die langfristige Inflationserwartung des IWF ist offenbar gleichfalls relativ stabil in der Nähe der Zentralbankziele: im Ausblick vom Herbst wird der GDP-Deflator für das Jahr 2026 in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf 1,8 Prozent geschätzt (USA 2,1%; Euroraum 1,8%). Laut Sachverständigenrat sind die Erwartungen in Bezug auf die Inflation in 5 Jahren unter den Berufsprognostikern gemäß SPF in diesem Jahr nur leicht von 1,7 auf 1,9 angestiegen – im Gegensatz zu ihren kürzerfristigen Erwartungen, die sich im Jahresverlauf deutlich veränderten. Langfristige Erwartungen lassen sich auch aus Inflationsswaps ablesen. Dem SVR zufolge sind diese Erwartungen bezüglich der Euroraum-Inflation in 5 oder 10 Jahren seit Frühjahr 2020 um rund 0,8% angestiegen (von 1,4 auf über 2,2). Der SVR weist allerdings darauf hin, dass bei diesem Indikator die hohe Volatilität das Problem sei.

Diesen Studien und Prognosen zufolge scheinen in den entwickelten Ländern derzeit also die Inflationserwartungen im Wesentlichen relativ stabil verankert zu sein und irgendwo um oder sogar unter 2 Prozent zu liegen. Das spricht gegen die These einer Entankerung. Und es spricht für einen intakten Glauben an die Fähigkeit der Notenbanken, einem starken Überschreiten des 2-Prozent-Ziels erfolgreich entgegenzutreten zu können.

Lohn-Preis-Spiralen standen in den 60er und 70er Jahren im Zentrum von Inflationstheorien. Nicht selten wird derzeit diese Ära bemüht, um

anzudeuten, dass Ähnliches auch aktuell möglich sei. Allerdings gehen viele Ökonomen davon aus, dass sich die inflationstreibende Kraft von Lohn-Preis-Rückkopplungen in den letzten Jahrzehnten deutlich abgeschwächt hat. Als Gründe werden vielfältige strukturelle Veränderungen der Arbeitsmärkte und der Gütermärkte genannt. Ob der Lohn-Preis-Zusammenhang in der derzeitigen Lage wieder eine größere inflationäre Kraft zu entfalten vermag, zumal wenn man sich am genannten historischen Vorbild orientiert, erscheint deshalb zumindest fraglich.

Ohnmächtige Zentralbanken?

Was aber, wenn es doch zu einer inflationstreibenden Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen kommt oder zu einer heftiger als erwarteten Lohn-Preis-Spirale? Im oben skizzierten EZB-Szenario oder in der zitierten Verlautbarung von Isabel Schnabel evoziert massiv erhöhte Inflation eine Gegenreaktion der Zentralbank. Schon der Glaube an diese Möglichkeit ist im Übrigen bereits Stabilisator der Erwartungsbildung und somit auch der Inflation. Was aber, wenn sich dieser Glaube als Irrtum herausstellt? Denn es könnte sein, dass der Bremsakt der Zentralbank mehr wirtschaftlichen Schaden anrichtet als der Verzicht darauf bei gleichzeitiger Inkaufnahme höherer Inflation. Sinn etwa argumentiert, dass eine Zinserhöhung der EZB die südeuropäischen Staaten massiv unter Druck setzen würde, was letztlich zu einer Finanzkrise führen könne. In einem Interview mit dem Handelsblatt sagte er kurz und prägnant: „Ich würde sagen: Das QE hat die Inflationsbremse zerstört.“ Um im Bild zu bleiben, aber mit anderen Worten: der Bremszug, an dem Frau Schnabel vehement ziehen möchte, ist Sinn zufolge schon längst gerissen.

Die beiden Finanzökonom Charles Goodhart und Manoj Pradhan beschreiben in einem jüngst veröffentlichten CEPR / Vox-Beitrag („What may happen when central banks wake up to more persistent inflation?“) einen vom Prinzip her ähnlichen Mechanismus. Auch sie gehen von einer Entankerung der Inflationserwartungen aus und unterstellen Lohn-Preis-Spiralen. Auch sie argumentieren, dass eine schnelle, stark kontraktive Zentralbankreaktion einer Vollbremsung gleichkäme, die zum Kollaps der Assetpreise auf breiter Front und einer Finanz- und Wirtschafts-

krise führen würde. Im Vergleich dazu sei eine Inflation etwa von 4 bis 5 Prozent das geringere wirtschaftliche Übel. Goodhart und Pradhan empfehlen jedenfalls den Zentralbanken, einen Plan B für diesen Fall auszuhecken. So habe es die Bank of England gemacht.

Schluss, Ausblick

Im Wesentlichen kann man sehr holzschnittartig und zugespitzt zwei Fraktionen in der gegenwärtigen Diskussion um die zukünftige Inflation unterscheiden.

Die vorherrschende „Mainstream“-Fraktion, der Organisationen mit politischem Auftrag wie IWF, OECD oder EZB angehören. Die sagt: die Inflationsraten sind kurz- bis mittelfristig erhöht; langfristig werden sie aber auf Vor-Corona-Niveau oder Bereiche rund um das Zentralbankziel zurückgehen. Das Risiko einer Verwandlung von temporären Inflationsursachen in dauerhaft instabiles oder deutlich zu hohes Inflationsgeschehen wird als gering erachtet. Dementsprechend wird die Wahrscheinlichkeit, dass kräftige positive Rückkopplungen – im Zusammenhang mit entankerten langfristigen Inflationserwartungen oder Lohn-Preis-Spiralen – dauerhaft zu einer Inflationsdynamik führen, als gering erachtet. Und sollte sich dies dennoch abzeichnen, dann würde die Zentralbank in jedem Fall Bremsmaßnahmen ergreifen können. Dass dies gelingt, scheint kaum in Frage gestellt. Daraus folgt, dass die gegenwärtige Inflationsepisode temporär sein wird. Im schlimmsten Fall kann sie etwas stärker oder länger ausfallen, als in Basisszenarien erwartet. Maßgeblich zu diesen Einschätzungen tragen entsprechende Modelle und empirische Untersuchungen bei.

Die andere, (heute) eher heterodoxe Fraktion glaubt, dass die Verwandlung temporärer Inflationsursachen in ein dauerhaftes Hochinflationssystem viel wahrscheinlicher ist, als es sich der „Mainstream“ vorstellt. Verstärkereffekte wie entankerte Inflationserwartungen und Lohn-Preis-Spiralen, die diese Umwandlung vorantreiben, werden als sehr viel wahrscheinlicher erachtet. Insbesondere aber wird bezweifelt, dass die Zentralbanken ihrer Funktion als „Bremsen der letzten Instanz“ gerecht werden. Das entscheidende Argument lautet, dass eine geldpolitische

Bremmung wirtschaftlich weit schädlicher ist als die Akzeptanz einer deutlich erhöhten, aber im günstigsten Fall sogar einigermaßen berechenbaren Inflation. Im Gegensatz zu den Mainstream-Prognosen scheinen Vertreter dieser Fraktion sehr viel freihändiger aus der Erfahrung und dem eigenen Wissensschatz heraus ohne Zuhilfenahme von Maschinen zu argumentieren. Müssen diese Ergebnisse deshalb schlechter sein als die in Rechenfabriken mit hohem Dateninput produzierten? Wenn man die Ökonomie-Abteilungen von OECD, IWF oder Zentralbanken so bezeichnen möchte, haben die Rechenfabriken immerhin die Inflationsentwicklung 2021 massiv unterschätzt. So kann man Vertrauen in Modellaussagen auch erschüttern und das in den Bauch vielleicht sogar stärken. Daraus aber zwingend einen Generalverdacht oder ein Verdikt gegen die gängigen Prognose-Maschinen und ihre Bedingungsmanipulationen abzuleiten, wäre grundfalsch.

Letztlich führt mal wieder kein Weg an der ewigen Wahrheit vorbei: Die Zukunft ist offen und zeigt sich oft anders als erwartet.

Dr. Holger Schmieding

PROGNOSE 2040

Ein langfristiger Ausblick von Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt der Berenberg Bank. Schmieding gilt als einer der Besten seines Faches nicht nur in Deutschland. Nachfolgend die Zusammenfassung eines Video-Interviews in Stichworten.

Zu diesen Stichpunkten äußerte sich Schmieding wie folgt:
Pandemie: „Die Pandemie wird uns in zehn, 15 Jahren wohl nicht mehr beschäftigen.“

Aktuelle Geldschwemme: „Die Zentralbanken haben verhindert, dass zur Gesundheitskrise eine Finanzkrise dazugekommen ist. Damit wurde der Fehler vermieden, den die Zentralbanken bei der Lehman-Krise und teils auch in der Eurokrise gemacht hatten, als sie zu lange warteten. Jetzt wird es aber Zeit, aus der Politik des leichten Geldes auszusteigen.“

Schuldenberge: „Von den Schulden kann man nur mit mehr Wachstum herunterkommen. Dazu braucht es eine wachstumsfreundliche und reformorientierte Wirtschaftspolitik. Das können Zentralbanken und die Geldpolitik nicht leisten. Bislang scheint es, dass in Europa Länder wie Griechenland, Italien oder Frankreich allesamt auf einem Reformkurs geblieben sind. Ob das reichen wird, um das Wachstum so zu erhöhen, dass man die Schulden in den Griff bekommt, bleibt abzuwarten.“

Inflation/Deflation: „Wir haben das deflationäre Szenario wohl hinter uns gelassen. In diesem Jahr gibt es einen inflationären Basiseffekt etwa durch die Rückkehr zur 19%-MWST und durch die steigenden Energiepreise. Aber auch ohne diese Effekte werden die allgemeinen Preise wohl weiter steigen. Die Gründe: Erstens werden die Löhne wohl schon aus demografischen Gründen steigen. Zweitens haben wir erhebliche, in der Krise auch unfreiwillige, Ersparnisse gebildet. Das macht die Nachfrage in der Zukunft so stabil, dass Unternehmen höhere Preise auch überwälzen können. Schließlich wird auch die Klimapolitik nicht umsonst sein und höhere Kosten, also höhere Preise, verursachen. All diese Faktoren dürften dafür sorgen, dass wir uns wieder auf einen normalen Inflationsdruck von vielleicht zwei bis drei Prozent einstellen müssen. Mehr erwarte ich nicht.“

Konkurrenz China-USA: „Dieses Vormachtstreben ist eines der großen geopolitischen Themen der

nächsten Jahrzehnte. Hoffentlich ist China nicht so dumm, einen Krieg wegen Taiwan anzufangen. China hat große demografische und andere wirtschaftliche Probleme. Eine richtige Abkopplung zwischen China und den USA wird es nicht geben, aber in sensiblen Bereichen könnte es in gewissem Ausmaß zu geschlossenen regionalen Blöcken kommen.“

Euro: „Der Euro wird bleiben, dazu tragen auch die eher negativen Erfahrungen der Briten mit dem Brexit bei. Die haben andere bis hin zu den französischen Rechten abgeschreckt, weiter einen Austritt aus dem Euroraum zu fordern. Auch die Euro-Gegner erkennen die Wertstabilität dieser Währung an.“

Aktienfavoriten: „Es macht Sinn, dort vertreten zu sein, wo man sich auskennt. Allgemein spielt die



Musik stärker im Technologiesegment und in den USA, manchmal auch – mit mehr Volatilität – in den Schwellenländern. Also: Neben erfolgversprechenden deutschen Unternehmen können langfristig orientierte Anleger vielleicht in breit gestreute Schwellenland- oder US-Technologie-Aktien investieren.“

Anleiherenditen: „Ich sehe auch mittel- und langfristig nicht, dass die Zinsen wieder auf ihre alten Niveaus steigen werden. Zehn Prozent für Bundesanleihen sind wohl nicht mehr möglich, aber drei Prozent schon. Wenn die Inflation um zwei Prozent schwankt, dann ist eine Bundesanleihe mit drei Prozent Rendite gut vorstellbar.“

Immobilien: „Auf Dauer sind Immobilien eine gute Anlage, unabhängig vom kurzfristigen Geschehen.

Insbesondere wirtschaftlich erfolgreiche Regionen haben auch relativ hohe Immobilienpreise, weil mit höherem Wachstum und höheren Einkommen eben auch die Nachfrage nach Wohn- und Geschäftsräumen steigt.“

Nachhaltige Anlagen: „Das Thema wird immer wichtiger, Unternehmen werden sich auf mehr Nachhaltigkeit einstellen müssen, sonst werden sie erleben, dass die Kosten des Verschmutzens erheblich sind und ihre Reputation leidet. Für Anleger ergeben sich ebenfalls Herausforderungen. Denn solange noch keine klaren Standards gelten, muss man genau schauen, welche Anlagen nur blassgrün sind und welche wirklich etwas bewirken. Wenn es um den Impact geht, dürften in Zukunft Sachanlagen an Bedeutung gewinnen.“

Anzeige



AUSGEZEICHNETE

Businessporträts Corporate Foto

mika schiffer fotografie

www.mikaschiffer.com/corporate-foto.html

Mika Schiffer Fotografie

Mobil 0173.9288397

mika@mikaschiffer.com

Rück- und Ausblick

HERAUSFORDERUNG DER VERMÖGENSVERWALTUNG

Von Jürgen App

Die Branche der Vermögensverwalter unterliegt in Deutschland seit fast 25 Jahren der Regulierung. Seit dieser Zeit Ende der 90er Jahre hat die Branche viel erlebt. Der Autor ist seit mehr als zehn Jahren in dem Segment spezialisiert – Zeit für einen Rück- und Ausblick auf die Zukunft der Branche.

Regulatorische Milestones

Die Regulierung der Branche der Vermögensverwalter begann in 1998. Einige wesentliche Ereignisse in der Folge waren der Phönix-Skandal (2004) mit nachfolgender EdW-Problematik, die Einführung der MiFID mit erstmaliger Regulierung der Anlageberatung (2007), danach verschärfte Regulierung der Anlageberatung in Folge der Finanzkrise (2011) und schließlich eine weitere Verschärfung der Regulierung durch die Regelungen der MiFID II (2018). Die letzte wesentliche Veränderung ist jüngst im Juni 2021 mit der Neustrukturierung wesentlicher gesetzlicher Vorgaben durch das WpIG erfolgt.

Entwicklung der Zahl der Marktteilnehmer in der Vermögensverwaltung

Die in der Vergangenheit oft beschworene Konsolidierung der Branche ist ein Mythos und ist bis heute nicht eingetreten. Fraglich ist auch, ob dies in absehbarer Zeit geschieht.

Tatsächlich ist die Zahl der Vermögensverwalter und ähnlicher Institute aktuell deutlich größer als vor zehn Jahren. Derzeit sind knapp 750 Wertpapierinstitute am Markt tätig, vor zehn Jahren waren es rund 680 Institute. Die Zahl der Institute ist somit um 10% gestiegen. Ein deutlicher Anstieg ist vor allem in den Jahren seit 2016 zu verzeichnen. Dieser dürfte insbesondere zum einen durch die schwierige Situation vieler großer Banken, die zu Existenzgründungen durch ehemalige Angestellte führte, und zum anderen durch die FinTech-Startup-Welle der letzten Jahre zu erklären sein, die neben den vielzitierten Robo-Advisors auch verschiedene andere technik-gestützte erlaubnispflichtige Geschäftsmodelle hervorgebracht hat. Ein Wendepunkt für einen Anstieg der Instituts-



Jürgen App ist Geschäftsführer der App Audit GmbH, einer auf Finanzdienstleister spezialisierten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. www.app-audit.de

zahlen könnte aber durch eine mögliche Krise im Marktumfeld eintreten.

Konsolidierung durch Nachfolgeproblematik?

Als Grund für eine absehbare Konsolidierung wird in der Regel die Überalterung der Inhaber und die überbordende Regulierung angegeben. Nachfolgeregelungen sind tatsächlich schwierig, werden bei erfolgreichen Anbietern aber häufig intern geregelt. „Verkaufen“ lässt sich der Bestand nur unter schwierigen Bedingungen, da es sich um ein Beziehungsgeschäft handelt und Charaktereigenschaften der Inhaber und Nachfolger eine große Rolle spielen. Erfahrungsgemäß bieten langfristig angelegte interne Nachfolgeplanungen die besten Aussichten für eine gelungene Nachfolgeregelung. Allerdings ist auch zu sagen, dass diese bei vielen der Anbieter mit absehbar

nachfolgereifen Inhabern nicht optimal installiert sind.

Intensivere Regulierungsanforderungen sind für gut organisierte Institute mit gesundem Geschäft in der Regel ein Kostenfaktor, aber kein ernsthaftes oder gar existenzbedrohendes Problem, wenn diese effizient adressiert werden.

Tatsächlich bestehen innerhalb der Branche aber Konzentrationstendenzen betreuter Kundenvermögen bei den großen etablierten und konzernungebundenen Vermögensverwaltern, die stetig größere Marktanteile auf sich vereinen. Allerdings schlagen sich auch die Verfolger dieser anzahlmäßig kleinen Gruppe nicht schlecht. So entfiel in den vergangenen Jahren, gemessen am Provisionsergebnis, in der Regel jeweils mindestens ein Drittel der gesamten Provisionen auf das gehobene Mittelfeld der Vermögensverwalter (d.h. die 50 Verfolger-Unternehmen ohne die ganz großen Anbieter mit Provisionsergebnissen von > 50 Mio p.a.).

Ob eine Konsolidierungswelle der Branche somit in absehbarer Zeit ansteht, ist tatsächlich schwer zu sagen und dürfte in erster Linie von der Existenz und Qualität vorausschauender Nachfolgeplanung abhängen.

Herausforderung Digitalisierung

Um ein Institut für Nachfolger bzw. Übernehmer zeitgemäß aufzustellen, bedarf es einiger Anstrengungen. Durch das Aufkommen der Robo-Advisors und durch die Corona-Pandemie haben Digitalisierungsbemühungen auch der etablierten Anbieter einen erheblichen Schub erhalten. Durch die Möglichkeiten zur Digitalisierung der Geschäftskommunikation besteht ein hohes Potenzial, die Arbeitseffizienz zu steigern. Verschiedene Dienstleister haben Konzepte und Systeme entwickelt, die insbesondere das digitale Kundenonboarding umsetzen und auch das laufende Geschäft mit den Kunden bis hin zum Reporting weiter digitalisieren sollen. Basis ist dabei in der Regel die Plattform des Dienstleisters, welche es ermöglicht, den gesamten Prozess unter Einbeziehung der jeweiligen Depotbanken zu automatisieren. Eine besondere Herausforderung ist es hier, die Abhängigkeit von einzelnen Dienstleistern bzw. Depotbanken zu minimieren und auch nicht alltägliche Konstellationen bei Mandatsbeziehungen (z.B. Personenmehrheiten oder verschiedene Depots im Rahmen eines Mandats) in den Automatisierungsprozess mit einzubeziehen.

Aktuelle regulatorische Herausforderung: Auslagerungen und Cloud sowie „Nachhaltigkeit“

Im Zusammenhang mit Digitalisierungsprojekten ergeben sich häufig Folgewirkungen regulatorischer Natur. Zu nennen ist hier unter anderem der Themenbereich Auslagerungen. Zu klären ist zunächst, ob eine Auslagerung vorliegt und ob diese wesentlich ist. Mit der Einführung des WpIG Ende Juni 2021 wurde eine Anzeigepflicht bei der BaFin für beabsichtigte und vollzogene wesentliche Auslagerungen eingeführt. D.h. wesentliche Auslagerungen sind zwei Mal anzuzeigen, wobei das von der BaFin für die Anzeigen vorgesehene System derzeit noch nicht verfügbar ist. Ein jüngst im Dezember 2021 erschienener Verordnungsentwurf bestimmt diesbezüglich umfangreiche anzuzeigende inhaltliche Angaben, wobei für jede Auslagerung mehr als 20 Einzelinformationen (!) anzuzeigen sind und dies für Bestandsauslagerungen bis Ende 2022 nachzuholen ist.

Des Weiteren kommen im Zuge von Digitalisierungsprojekten aber auch im Rahmen von Datenverwaltung und IT-Sicherheit vermehrt Cloud-Anbieter ins Spiel. Für Auslagerungen an Cloud-Anbieter hat die ESMA in 2021 entsprechende Leitlinien erarbeitet, die auch von der BaFin seit Mitte des Jahres als maßgeblich erachtet werden. Dies bringt entsprechend zusätzliche Pflichten für die Institute mit sich. In diesem Zusammenhang ist auch von Bedeutung, dass die BaFin als einen der Aufsichtsschwerpunkte für 2021 das Thema „IT- und Cyberisiken“ benannt hat.

Als aktuelles aufsichtsrechtliches Großthema steht zudem natürlich die weitere Regulierung von Nachhaltigkeitsthemen an, was aktuell vielerorts kontrovers diskutiert wird.

Fazit

Die Zahl der Vermögensverwalter ist in den vergangenen zehn Jahren gestiegen. Ob die vielbeschworene Konsolidierung nun tatsächlich ansteht ist weiterhin nicht ausgemacht. Offensichtlich sind Konzentrationstendenzen aber bei größeren Anbietern. Anhaltende Herausforderung bestehen in jedem Fall im operativen Bereich durch technische und regulatorische Neuerungen.

Öffnung einer exklusiven Anlageklasse?

PRIVATE EQUITY: TREND ZU AFFLUENTS?

Je schwieriger es wird, im liquiden Anlagebereich ausreichende Gewinne zu erwirtschaften, desto stärker rücken auch für Vermögensverwalter alternative Renditequellen in den Vordergrund. Ein Kandidat dafür ist Private Equity. Müssen auch mehr Vermögensverwalter gewöhnlicher Reicher ihren Kunden jetzt den Zugang zu dieser exklusiven Anlageklasse öffnen?

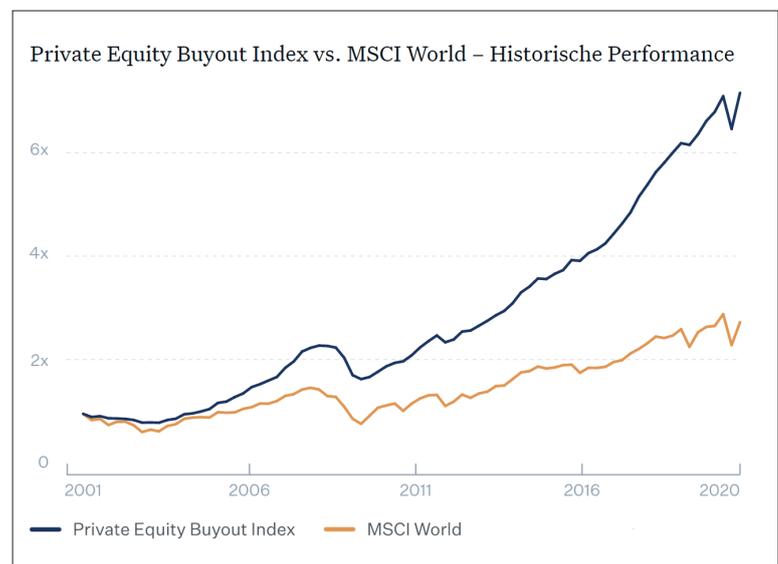
Private Equity gilt bislang als eine der Assetklassen, die den Unterschied zum (gemeinen) Private Banking ausmachen. Denn das Geschäft mit den vorbörslichen Beteiligungen ist mit einigen Hürden versehen. Da sind zum einen die gesetzlichen Regularien. Investoren müssen in den meisten Fällen den Semiinstitutionellen-Status erfüllen, was unter anderem bedeutet, dass die Mindesteinstiegshürde bei 200.000 Euro liegt. Und man sollte, so heißt es, auch über Netzwerke verfügen, die eine Teilhabe an den besten Fonds/Deals ermöglichen können.

Ein Haus, dem man das zutrauen darf, ist Finvia, ein junges Multi Family Office aus Frankfurt. Das Unternehmen besteht zwar erst seit zwei Jahren, hat aber schon mehr als drei Milliarden Euro under Control. Wie man das in so kurzer Zeit geschafft hat? Finvia ist von erfahrenen Family Officern gegründet worden, die lange für die HQ- bzw. Feri-Gruppe gearbeitet haben. Die Erben von Harald Quandt um deren Tochter Gabriele waren dem Vernehmen nach schon in den neunziger Jahren des vorigen Jahrhunderts in alternative Investments, insbesondere in Private Equity investiert. 25 Prozent, so hieß es noch nach der Jahrtausendwende, hätte man mit den heißen Deals verdient, pro Jahr, versteht sich. Dass der Markt auch in den Zehner Jahren sich weiter gut entwickelte, zeigt etwa der Thomson Reuters Private Equity Buyout Index. Investments in weltweite Aktien sehen dagegen fast langweilig aus.

Für den Zeitraum von 2011 bis 2017 berichten die PE-Experten von Preqin in ihrem 2021er Report, dass die durchschnittlichen Jahresrenditen bis heute von 14 auf über 19 Prozent angestiegen seien. Für danach aufgelegte Fonds werden Stand heute noch höhere Renditen erwartet. Die Ultra-reichen, deren Anteil am gesamten Volksvermögen in den vergangenen Jahren stark angestiegen

ist, investieren schon fast 20 Prozent ihrer Assets in Private Equity, so lässt es Moritz von Rhein, PE-Chef des „digitalen Vermögensverwalters“ Liquid, in Schreiben an Interessierte verlauten.

Solche Zahlen lösen in der Nullzinszeit Aufmerksamkeit und Interesse auch bei breiteren Anlegerklassen aus. Nicht wenige Marktbeobachter erwarten, dass PE bald, wie Infrastruktur oder Rohstoffe, für breite Anlegerkreise verfügbar sein wird. Bislang können etwa Kleinanleger zwar in die Aktien börsennotierter PE-Unternehmen wie Blackstone oder KKR investieren. Auch leicht zugängliche ETFs und aktiv gemanagte Fonds, die diese Aktien enthalten, sind verfügbar. Aber in deren Kursen sind die überdurchschnittlichen Gewinnaussichten schon eingepreist. Der Kern des PE-Geschäftes, die (geschlossenen) Beteiligungsfonds, die nicht börsennotierte Unternehmen erst kaufen und dann nach vielleicht fünf Jahren wieder an strategische Investoren oder via Börse an viele Anleger mit Gewinn veräußern, blieb



bislang faktisch Institutionellen und UHNWI vorenthalten.

Mindestens zwei Bedingungen müssen erfüllt sein, dass Private Equity in Zukunft in vielen Depots von „Normalreichen“ und semiinstitutionellen Anlegern wie Stiftungen auftaucht. Erstens müssen noch PE-Felder gefunden werden, die auch in Zukunft überdurchschnittliche Erträge versprechen. Und zweitens müsste es genügend Profis geben, die Anlegern diese Vorteile dann auch vermitteln.

Die erste Bedingung sieht Christian Diller, Managing Partner bei Montana Capital Partners (MCP) erfüllt an. Laut einer Studie, die MCP jährlich bei Investoren macht, erwarten Anleger, „dass Private Equity Investments weiterhin besser abschneiden als Publikumsmärkte.“ Die Deutsche Oppenheim, Marktführer unter den Multi Family Offices hierzulande, ist besonders für den Heimatstandort optimistisch. Deutschland bleibe „für Private Equity-Investoren weiterhin ein attraktives Investitionsgebiet.“ Von der Prüfungsgesellschaft PwC kommt Zustimmung. Sie hat 250 Marktteilnehmer befragt. „Ungefähr die Hälfte der Befragten gab an, dass Deutschland das attraktivste Land der Europäischen Union ist, um zu investieren.“ Besonders die vielen „Hidden Champions“ im deutschen Mittelstand würden in ihren jeweiligen Branchen oft den Ton angeben und seien daher für Finanzinvestoren weiterhin attraktiv.

Man sieht außerdem mindestens noch zwei chancenreiche Branchen: Zum einen komme dem „eher stiefmütterlich“ behandelten Thema des nachhaltigen Investierens „wieder mehr Bedeutung“ zu. In der Pandemie sei zudem deutlich geworden, „dass Unternehmen aus Branchen wie „E-Commerce“, der Kommunikationstechnologie und dem Gesundheitssektor eindeutig zu den Gewinnern gehörten. Private Equity-Investoren, die bereits vor Corona in diesen Branchen eingekauft haben, konnten ihre Multiples und Renditen zum Teil stark verbessern bzw. die Wertverluste aus weniger erfolgreichen Branchen auffangen.“ Der Trend, so die Deutsche Oppenheim, werde „aller Voraussicht nach auch weiterhin bedeutend bleiben“. Beim Berliner digitalen Family Office Liquid hält man eine „Rendite von 10 Prozent in Zukunft für erreichbar.“

Im ersten Halbjahr 2021 hat der PE-Boom noch angehalten. 156mal, so viel wie in keinem Halbjahr zuvor, so PwC, kauften Finanzinvestoren Unternehmen. Bekannteste Beispiele: Brillenglashersteller Rodenstock und Schuhhändler Birken-

stock. Ausstiegsmöglichkeiten waren ebenfalls reichlich vorhanden. Die strategischen Anleger, die in den meisten Fällen Exit-Partner für die PE-Finanzinvestoren sind, hatten noch nie so starke Konkurrenz von der Börse, die als Exit immer häufiger gewählt wurde, berichtet E&Y in einer Analyse.

Welchen Vermögensanteil an den PE-Fonds momentan „Normalvermögende“ und Klienten von unabhängigen Vermögensverwaltern beisteuern, ist unklar. Einige der größeren wie die Lunis AG (Mehrheitseigner: J.C. Flowers & Co.) haben Private Equity schon mit Unternehmensgründung (2017) als Kerndienstleistung definiert. Man freut sich, für die Kunden „attraktive Renditen erwirtschaftet zu haben“. Ein Vertriebsmitarbeiter von Liquid sieht auf Nachfrage eine „ganz klare Zunahme in diesem Bereich“ Thomas Hünicke von der WBS Vermögensverwaltung in Düsseldorf hält ihn dagegen für „noch nicht sehr groß“. Zu viele Investoren seien durch die riesigen Schwankungen der Investments abgeschreckt oder hätten schon schlechte Erfahrungen gemacht. Trotzdem zweifelt er nicht daran, dass der Anteil von vermögenden „Kleinanlegern“ in Zukunft wachsen könnte. Er selbst hat für seine Kunden in keinen der klingenden und manchmal gefürchteten Namen wie Cerberus, Apollo oder Permira investiert, sondern in ein Anlagevehikel, das von einem auf den niederländischen Mittelstand fokussierten Ingenieur gesteuert wird. Schon für Anlagesummen ab 100.000 Euro konnte er für zwei seiner Kunden Fondsanteile erwerben. Nach nicht einmal fünf Jahren rentieren die mit über 80 Prozent. Er würde gerne mehr investieren, „aber das Vehikel ist momentan geschlossen“. Es gibt auch Investments, mit denen Anleger ab 200.000 Euro in die großen Beteiligungsfonds investieren können. Liquid schleust seine Kunden in einen PE-Dachfonds, der wiederum in einige der manchmal schon legendär anmutenden Beteiligungsfonds der oben genannten Gesellschaften investiert.

Ob sich damit tatsächlich ein neuer Trend andeutet und Private Equity bald zu einer liquiden Assetklasse mutiert, inklusive der Anpassung der Renditen an das Niveau sonstiger liquider Anlagen oder ob die ganz Reichen nur Abnehmer für ihre Finanzanlagen in einem eh schon hoch bewerteten Umfeld suchen, um ihre Gewinne realisieren zu können, wird sich zeigen. Riskant wird das Geschäft wohl allemal bleiben.

ART Transformer Equities

MEHR ALS NUR KRYPTOWÄHRUNGEN – BLOCKCHAIN WIRD DAS LEBEN VERÄNDERN

Von Axel Daffner, Pegasos Capital

Der Bitcoin ist nur eine von derzeit circa 85.000 Blockchain-Anwendungen. Blockchain wird das Leben verändern wie es auch das Internet getan hat. Während Bitcoin von vielen als das Monopolygeld der Investmentwelt gesehen wird, gerät die dahinterstehende Technologie gerne in Vergessenheit. Das kürzlich beschlossene Bitcoin Update „Taproot“ verdeutlicht die Funktion der Technologie nochmals. Während Smart Contracts bisher nicht auf der Bitcoin Blockchain möglich waren, öffnet sich die Blockchain und die Bitcoin Software nun für die Nutzung für komplexe und automatisch ausführbare Verträge zwischen nahezu unbegrenzt vielen Parteien.

Auf dieser Technologie basiert der Bereich Decentralised Finance (DeFi), ein Finanzmarkt durch Technologie und Mathematik reguliert, statt durch Behörden. Das transparent einsehbare Volumen der DeFi-Netzwerke hat sich von 700 Millionen US-Dollar im Dezember 2019 auf bereits 100 Milliarden US-Dollar im August 2021 gesteigert. Platzhirsche in der Finanzbranche sehen dies als Bedrohung für ihr Geschäftsmodell und springen auf den Zug auf. JP Morgan, Mastercard und UBS haben im April 2021 rund 65 Millionen US-Dollar in den Dienstleister ConsensSys investiert, um DeFi-Applikationen zu entwickeln. Perspektivisch eröffnen diese Projekte, die derzeit noch als Utopie gehandelte Möglichkeit, einen sicheren Peer to Peer Kredit über eine Millionen Euro von über einer Millionen Gläubigern zu erhalten.

Blockchain: transparenter, schneller, sicherer, zuverlässiger

Doch was bedeutet Blockchain eigentlich? Nähern wir uns der Antwort doch vom Status Quo: In unseren derzeitigen Netzwerkstrukturen einigen sich beispielsweise zwei Kontrahenten auf die Abwicklung einer Transaktion. Dies ist erfahrungsgemäß schnell durchführbar. Komplizierter wird es dagegen, sobald ich mehrere Beteiligte in einer Netzwerkstruktur habe. In diesem Fall bedienen wir uns Intermediären, wie einem Notar oder der Zentralbank. Das heißt



Axel Daffner, Geschäftsführer Pegasos Capital und Fondsberater ART Transformer Equities

aber auch: Wir verlassen uns auf jemand, dem wir unser Vertrauen geschenkt haben. Dieser gleicht die unterschiedlichen Interessen ab, um ans gemeinsame Ziel zu gelangen. Ein Weg, der dem jeweiligen Intermediär sehr viel Macht gibt sowie gleichzeitig viele Ressourcen benötigt und durch die Zentralisierung Risiken für alle Mitglieder des Netzwerks mit sich bringt. Diese vorhandenen Schwächen brechen wir mit der Blockchain auf. Sie ist eine Basistechnologie, die als dezentrale Datenbank auf vielen Rechnern gespielt wird. Damit ist die Macht für die jeweiligen Themen nicht mehr zentralisiert, denn die Informationen über die Transaktionen werden auf unterschiedlichen Noden (Mitgliedern des Netzwerks) der Blockchain gespeichert. Die Noden speichern nicht nur den letzten Vorgang, sondern alle Transaktion, die bisher abgelaufen sind. Und diese Information liegt wiederum nicht auf einem zentralen Rechner, sondern bei allen Mitgliedern des Netzwerks. Der große Vorteil: Eine transparente, fälschungssichere,

schnelle, zuverlässige Struktur, die die Macht von einem Einzelnen wegnimmt und in die Community gibt beziehungsweise die Konsensbildung dezentralisiert.

Auch wenn die Blockchain-Technologie selbst noch am Anfang ihres Technologielebenszyklus steht und in vielen Teilen der Weltbevölkerung noch nicht adoptiert ist, hält sie bereits jetzt zukunftsweisende, globale Lösungen bereit. Sie ist die Technologie, die das Existieren von Kryptowährungen wie Bitcoin überhaupt erst ermöglicht und wird zukünftig in ihren Anwendungsbereichen weit über Kryptowährungen hinausgehen.

Blockchain-Chancen für Deutsche Finanzdienstleister

Mit der Verabschiedung des „Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren“ am 6. Mai 2021 durch den Deutschen Bundestag ist die Rechtsgrundlage dafür gelegt, dass bei Finanzanlagen auf die bislang übliche Papierform verzichtet werden kann. Das Gesetz sieht zunächst nur digitale Inhaberschuldverschreibungen vor, betrifft aber perspektivisch auch Aktien oder Anleihen. Auch wenn diese bisher nicht in papierbasierter Form existieren, sondern als Buchforderungen im Depot der Anleger liegen, ist bei der Erstausgabe eine Sammelurkunde bislang sehr wohl notwendig. Durch die neue Regelung wird das deutsche Recht für elektronische Wertpapiere, also Wertpapiere ohne Urkunde, geöffnet. Deutsche Finanzdienstleister haben sich die Blockchain-Technologie zunutze gemacht und konnten Anwendungsfälle häufig schneller auf den Markt bringen als Großbanken: Deutschland ist weltweit an zweiter Stelle bei der Anzahl an Unternehmen, die tokenisierte Immobilienprodukte anbieten. Dies belegt eine Studie der Frankfurt School of Finance und der Hamburg Commercial Bank aus dem Oktober 2021.

Die Bundesregierung hat in Zusammenarbeit mit der Börsenaufsichtsbehörde BaFin in den vergangenen zwei Jahren zwar einige Gesetze auf den Weg gebracht, digitalen Assets ein rechtliches Fundament zu geben. Doch kann das nur ein Anfang sein. Andere Länder wie die Schweiz und insbesondere Liechtenstein sind da schon bedeutend weiter. Das TVTG (Token und Vertrauenswürdige Technologien Gesetz) erlaubt in Liechtenstein aufsichtsrechtlich die Emission von handelbaren Wertpapieren ausschließlich auf Blockchain Basis und bietet sich damit der Welt als Finanzplatz der Zukunft an.

Mit den richtigen Blockchain-Investments profitieren

Jeder Markt, der Werte digital überträgt und der Informationen über Besitzverhältnisse teilt, kann die Blockchain-Technologie anwenden. Bis 2030 wird die Blockchain bereits einen geschäftlichen Mehrwert von über 3,1 Billionen US-Dollar generieren und weiter rapide zunehmen.

Der ART Transformer Equities Fonds investiert in die Aktien von Unternehmen, die sich mit der Blockchain Technologie beschäftigen. Das Portfolio besteht aus sogenannten Venture Unternehmen (börsennotierte Jungunternehmen), Growth Unternehmen (Unternehmen mit Track Record und weiterem Wachstumspotenzial) und aus Value Unternehmen (Etablierte Unternehmen). Venture Unternehmen bieten neue Produkte & Services im Rahmen der Blockchain Technologie an und somit basieren ihre USPs direkt auf dieser Technologie. Growth Unternehmen müssen sich in Wachstumsmärkten gegenüber Wettbewerbern um Marktanteile beweisen. Bei den Value Unternehmen (Established) handelt es sich unter anderem um Marktführer in bestehenden Märkten, die die Blockchain Technologie einsetzen, um sich einen Wettbewerbsvorteil gegenüber ihren Mitbewerbern zu verschaffen. Mit einem Volumen von über 60 Millionen Euro und einer Wertentwicklung von über 100 Prozent – seit Auflage am 2. Mai 2019 –, beginnt die Investmentthese sich zu beweisen.

Bei Investments breit diversifizieren und auf Experten verlassen

Für überzeugte Investoren heißt es also, jetzt dabei zu sein. Und getreu dem Grundsatz von André Kostolany ‚Investiere bei einem Goldrausch nicht in die Goldgräber, sondern in Schaufeln‘, kommt es auf die richtige Auswahl an, um die Investment-Chancen bestmöglich zu nutzen. Investierbare Unternehmen sollten die Technologie in Vorbereitung haben, an Anwendungsfällen arbeiten und Blockchain ein Teil der Wertschöpfungskette sein. Viele aufstrebende Unternehmen sind zwar wenig bekannt, aber börsennotiert. Gerade im Bereich Blockchain sind Einzelinvestments immer mit Risiken verbunden. Daher sollten sowohl professionelle Investoren als auch Privatanleger auf eine Anlagestrategie von Experten zurückgreifen, die breit diversifiziert ist.

Weitere Informationen: www.pegasos-capital.com

Erkenntnisse

WANN KOMMEN DIE METZGER?

SPARSCHWEINE GEMÄSTET WIE NOCH NIE

HERAUSGEBER: Allianz Research

ZUSAMMENFASSUNG: Der im Oktober 2021 veröffentlichte Wealth Report der Allianz fokussiert sich auf die Vermögensentwicklung im Jahr 2020. In der Pressemitteilung heißt es: „Das globale Brutto-Geldvermögen stieg 2020 um 9,7% und erreichte damit erstmals die magische Marke von 200 Billionen Euro. Ersparnisse waren der Haupttreiber der Entwicklung. Die Lockdowns reduzierten die Konsumgelegenheiten drastisch und führten zum globalen Phänomen der ‚forced savings‘. Frische Spargelder schnellten um 78% in die Höhe auf 5,2 Billionen Euro, ein absoluter Rekordwert. Zuflüsse in Bankkonten – sozusagen die Standardoption der ‚forced savings‘, nicht-ausgegebene Einnahmen bleiben einfach auf dem Konto liegen – verdreifachten sich nahezu (+187%). Auf Bankeinlagen entfielen in allen untersuchten Märkten die Hälfte oder mehr der frischen Spargelder. Bankeinlagen weltweit stiegen daher erstmals zweistellig mit einer Rate von 11,9%; der bisherige Spitzenwert lag bei 8% 2008 während der großen Finanzkrise. Während auch die Vermögensklasse der Wertpapiere – getrieben von der starken Börsenentwicklung – kräftig um 10,9% zulegte, war die Entwicklung bei Versicherungen und Pensionsfonds deutlich verhaltener (+6,3%).“ Über Deutschland heißt es: „Das Brutto-Geldvermögen der deutschen Haushalte stieg im Jahr 2020 um 6,6%, der zweitstärkste Anstieg seit der Jahrhundertwende (nach 7,8% im vorangegangenen Jahr). Dies war auch (leicht) über dem westeuropäischen Durchschnitt von 5,8%. Treiber der Entwicklung waren die Vermögensklassen Wertpapiere (+9,1%) und Bankeinlagen: Letztere wuchsen dank der Rekorderparnis von knapp 400 Milliarden Euro mit 7,9% so schnell wie nie zuvor. (Versicherungen und Pensionsfonds erzielten ein Plus von 3,5%.) Auch die Verbindlichkeiten erzielten das zweit schnellste Wachstum und wuchsen um 4,3% (2019: 4,6%), mehr als einen Prozentpunkt über dem regionalen Durchschnitt. Für 2021 ist mit einer ähnlich dynamischen Entwicklung zu rechnen – sofern keine kräftige Korrektur an den Aktienmärkten eintritt. Bereits im ersten Halbjahr dürfte das Geldvermögen um gut 4% gestiegen sein.“

[Link zur Studie: Allianz Global Wealth Report 2021: Saving from home](#)

UNPRODUKTIVE VERMÖGEN?

HERAUSGEBER: McKinsey

ZUSAMMENFASSUNG: McKinsey legt mit dieser Studie eine Bilanzanalyse der Vermögen von 10 Ländern vor, die 60

Prozent des Weltvermögens repräsentieren, darunter auch Deutschland. Die Autoren glauben auf Basis ihrer Datenanalysen ein doppeltes Paradox zu erkennen: Erstens sei der allergrößte Teil des Reinvermögens gleichsam in der seit ewigen Zeiten bekannten Gestalt von „Backstein und Mörtel“ gespeichert, während wir uns doch auf dem Weg in das Digitale Zeitalter befinden würden. Zweitens expandierten in den letzten Jahrzehnten die Vermögen kräftig, obwohl das Wirtschaftswachstum eher verhalten gewesen sei. Dieser Divergenz und „Ungleichzeitigkeit“ geht die Studie nach, auch um Konsequenzen für „adäquatere“ Vermögensformen im 21. Jahrhundert zu erkunden. Zum deskriptiven Teil der Studie gehört etwa die Feststellung, dass zwei Drittel des erfassten Reinvermögens – Humankapital wird dabei nicht berücksichtigt – in Immobilien stecke und nur 20 Prozent in Formen, die den Autoren eher als Wachstumstreiber geeignet erscheinen. Zudem liege derzeit das Verhältnis von Reinvermögen zu Volkseinkommen um nahezu 50 Prozent höher als im Zeitraum zwischen 1970 und 1999, was Folge unterschiedlicher Wachstumsraten ist. Daraus leiten die Studienautoren verschiedene Fragen ab: Sind die gegenwärtigen Vermögen wirklich produktiv angelegt ist? Wird es in naher Zukunft zu einem Paradigmenwechsel in Richtung neuer Vermögensformen kommen? Welche könnten dabei eine Rolle spielen? Oder bewegen sich die kräftig gestiegenen Vermögens-Bewertungen wieder in Richtung des langfristigen Durchschnitts, also nach unten? Mit welchen Szenarien ist in Zukunft zu rechnen? Die Fragen und Antworten werden im 7. Kapitel der insgesamt fast 200 Seiten langen Studie präsentiert. Die Studie kann über den Link, den wir unten setzen, per Freisaltung abgerufen werden. Es reicht allerdings auch, über google den Titel der Studie und eventuell auch noch „pdf“ einzugeben, dann bekommt man einen unmittelbaren Zugang.

[Link zur Studie: The rise and rise of the global balance sheet: How productively are we using our wealth?](#)

DER ETWAS ANDERE WEALTH REPORT

HERAUSGEBER: World Bank 2021

ZUSAMMENFASSUNG: Den Vermögens- oder Kapitalbegriff kann man enger fassen oder auch weiter. Relativ weit war die Variante des extrem einflussreichen französischen „Vermögens“-Soziologen Bourdieu, der symbolisches Kapital (Ansehen, Ehre usw.), soziales Kapital (nutzbares Netzwerk), kulturelles Kapital (Kompetenzen im Bereich von Hoch- bis Niederkultur) und ökonomisches Kapital unterschied. Nur

Letzteres maß er monetär, die anderen Vermögensformen „maß“ er idiosynkratisch bzw. ziemlich freihändig-sprachlich. Mit der Humankapitaltheorie von Becker wurde aber schon zuvor Wissen / Können (einschließlich Gefühle usw.) monetär bewertbar und damit der ökonomischen Analyse zugänglich gemacht. Die Weltbank hat vor einigen Jahren einen Reichtumsbericht mit erweitertem Kapital- bzw. Vermögensbegriff vorgelegt. Dabei wurden dem im engeren Sinne ökonomischen und von Personen abtrennbaren Vermögen – wie wir es aus den obligatorischen Wealth Reports oder wie es Vermögensverwalter aus ihrer Praxis kennen – zwei weitere Sorten zugefügt: Humankapital (Einheit von Kapital/Vermögen und Person) und Natur-Kapital, das noch nicht intendiert durch menschliche Arbeit transformiert worden ist. Beide Kapital-sorten werden monetär bewertet, so dass sich der Wealth of Nations 2021 aus drei Komponenten zusammensetzt. Aber Vorsicht: der etwas andere Wealth Report hat 504 Seiten. Es gibt jedoch auch noch verschiedene summary-Versionen und den kapitelweisen Zugang.

[Link zur Studie: The Changing Wealth of Nations 2021 : Managing Assets for the Future. Washington, DC](#)

VERMÖGEN UND GESCHICHTE

AUTOR: Daniel Waldenström

ZUSAMMENFASSUNG: In den letzten Jahren schaffte es die Diskussion um die Geschichte des Reichtums bzw. der Verteilung zweimal durch Bücher kurzzeitig in die breitere Öffentlichkeit zu gelangen. Das eine Buch war das 2013 veröffentlichte Opus „Le Capital au XXIe siècle“ (dt. 2014: „Das Kapital im 21. Jahrhundert“) des französischen Ökonomen Thomas Piketty. Er legte damit eine theoretisch ambitionierte Interpretation von empirischen Studien der jüngeren Zeit vor, die sich mit der Verteilungs- und Kapitalentwicklung etwa seit der Industrialisierung unter Einbezug der obersten 1 und 0,1 Prozent befassen. Das andere Buch wurde 2017 veröffentlicht unter dem Titel „The great leveller. Violence and the history of inequality from the stone age to the twenty-first century“ (dt. 2018, Nach dem Krieg sind alle gleich) des in Stanford lehrenden österreichischen Alt- und Wirtschaftshistorikers Walter Scheidel. Er identifiziert in seinem Buch in der bisherigen Geschichte der Menschheit vier große Gleichmacher: Krieg; Revolution; Staatszusammenbruch; Seuchen.

Waldenström arbeitet in dem Forschungsstrang, den Piketty theoretisch auf empirischer Basis zu synthetisieren versuchte. Er stellt aber in seinem neuen Arbeitspapier Thesen sowohl von Piketty wie auch von Scheidel in Frage. Auf einer neuen empirischen Datengrundlage kommt er zu folgenden Ergebnissen: Erstens seien die Reichtums-Einkommens-Ratios vor dem zweiten Weltkrieg geringer gewesen als vielfach

gedacht – sogar geringer als in Europa heute. Es habe hier also kein starker Wandel stattgefunden. Zweitens habe sich die Reichtumsstruktur im letzten Jahrhundert verändert. Die zunächst von Land- und Unternehmenseigentum dominierte Reichtums-Zusammensetzung habe sich insbesondere seit der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts in Richtung Immobilien und Pensionen verschoben. Mit anderen Worten: der Anteil von Elitenreichtum habe sich vermindert zugunsten von Massenreichtum. Drittens: Die Reichtumskonzentration sei insgesamt im 20. Jahrhundert bis in die 70er Jahre stark gefallen. Sie sei dann in Europa historisch gering geblieben, während sie in den USA gestiegen sei. Viertens: Gewinn- und Lohnquoten seien langfristig relativ konstant geblieben. Insgesamt sei die Rolle der beiden Weltkriege und der progressiven Besteuerung als „Leveler“ kleiner als bisher gedacht.

[Link zur Studie: Wealth and History: An Update](#)

SCHLACHTFELDER DER VERMÖGENSVERWALTUNG 2022

HERAUSGEBER: Capgemini

ZUSAMMENFASSUNG: Capgemini analysiert Toptrends in der Vermögensverwaltung für die nächste Zukunft. Dabei kommt einigen während der Corona-Pandemie gestärkten Trends besondere Aufmerksamkeit zu. Das gilt insbesondere für die Dauerbrenner Digitalisierung, Cybersecurity and human-centered Design. Nachhaltigkeit darf gleichfalls nicht fehlen. Und auch Intelligenzzuwachs im Hinblick auf die analytischen Fähigkeiten und Datenverarbeitung wird als Trend erkannt. Alles in Allem lautet das Fazit der Capgemini-Strategen: „... client experience is the new battleground.“

[Link zur Studie: Top Trends in Wealth Management: 2022](#)

VERMÖGENSVERWALTUNG 4.0

HERAUSGEBER: ThoughtLab / Deloitte

ZUSAMMENFASSUNG: Auch ThoughtLab / Deloitte identifizieren Megatrends der Vermögensverwaltung, und zwar sechs an der Zahl

(1) Wandel in Richtung digitaler Interaktion; (2) bewussteres Investieren; (3) Demokratisierung von Produkten und Dienstleistungen; (4) höhere Standards; (5) niedrigere Gebühren; (6) wachsende Bereitschaft zu Anbieterwechsel.

[Link zur Studie: Wealth and asset management 4.0](#)

Den besten Verwalter
für das Stiftungsvermögen finden.
Ohne zu suchen.



Finanzausschreibung.de

DIE FÜHRENDE PLATTFORM FÜR FINANZAUSSCHREIBUNGEN:

- TRANSPARENT
- FAIR
- INTERESSENKONFLIKTFREI
- KOSTENLOS
- UNVERBINDLICH

firstfive-Sieger

FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 31. Oktober 2021) der erfolgreichsten Vermögensverwalter. In der konservativen Risikoklasse dominiert der Rentenanteil. In der ausgewogenen Risikoklasse sind Renten und Aktien gleichgewichtet. In der moderat dynamischen Risikoklasse dominieren Aktien. Und in der dynamischen Risikoklasse wird nur in Aktien angelegt.

12 Monate, Risikoklasse: konservativ			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	15.46%	2.64	"M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International I"
2.	13.38%	2.90	"LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50"
3.	10.89%	2.33	"ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: individuelles internationales Renditedepot"
4.	10.54%	2.49	"Raiffeisen Vermögensverwaltung, Wien Strategie: VIPclassic 35 Einzeltitel"
5.	10.21%	2.63	"Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: Konservativ"
12 Monate, Risikoklasse: ausgewogen			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	24.00%	3.49	"BPM - Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin Strategie: ausgewogen II"
2.	23.67%	3.08	"M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International II"
3.	23.40%	3.41	"Raiffeisen Vermögensverwaltung, Wien Strategie: "
4.	22.00%	2.81	"Rhein Asset Management , Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: Balanced Weltweit"
5.	20.96%	2.67	"LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Impact 70"
12 Monate, Risikoklasse: moderat dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	37.77%	3.41	"Bethmann Bank AG, Frankfurt Strategie: Wachstum"
2.	34.01%	4.07	"Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: Marktneutral"
3.	32.59%	3.14	"DJE Kapital AG, Pullach Strategie: dynamisch"
4.	28.97%	2.84	"LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Impact 90"
5.	27.95%	2.56	"Bankhaus Lampe KG, Düsseldorf Strategie: Wachstum nachh. Global"

12 Monate, Risikoklasse: dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	45.81%	3.00	"Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity"
2.	43.84%	2.78	"BPM - Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin Strategie: Dynamic Best Ideas"
3.	42.77%	3.36	"ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Moderat Dynamisch Total Return"
4.	34.77%	2.07	"M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Dividenden"
5.	34.27%	2.87	"Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Aktienmandat Weltweit"
5 Jahre, Risikoklasse: konservativ			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	32.49%	0.96	"LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50"
2.	28.42%	1.03	"ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: individuelles internationales Renditedepot"
3.	26.33%	0.79	"HUBER, REUSS & KOLL. Vermögensverw. GmbH, München Strategie: Renten Spezialmandat"
4.	26.12%	0.90	"M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International I"
5.	23.99%	0.95	"Volksbank Kraichgau Family Of ce, Wiesloch Strategie: FO-Multi Asset"
5 Jahre, Risikoklasse: dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	90.54%	1.14	"ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Int. Aktiendepot"
2.	80.54%	0.99	"M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Growth Weltweit"
3.	63.41%	1.02	"DJE Kapital AG, Pullach Strategie: dynamisch"
4.	58.95%	0.82	"BTV Vermögensmanagement, Stadtforum, Innsbruck Strategie: VM Premium Offensiv"
5.	57.66%	0.74	"Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG, Frankfurt am Main Strategie: Aktien International"