A close-up portrait of a middle-aged man with short brown hair and a slight smile. He is wearing a dark blue suit jacket, a white shirt, and a light blue tie with a small, repeating pattern. The background is a solid, muted brown color.

Stefan Mönkediek

**Erfolgreiche  
Unabhängige**

**Vermessung  
der Welt**

Private-Equity-Fonds

## Titel

## VERMESSUNG DER WELT DER BETEILIGUNGEN

Neuere Studien zur Performance von Private-Equity-Fonds

Die Anlage in Private Equity hat im letzten Jahrzehnt quantitativ rapide zugelegt. Zwar ist die Zeit, in der astronomische Performanceangaben staunen ließen, längst vorbei. Dennoch sehen große Institutionelle Investoren in der Anlageklasse weiterhin eine Chance, überdurchschnittliche Renditen und „alternative“ Risikoprämien zu verdienen.

Allerdings lassen sich Fragen zur vergleichbaren Performance von Private Equity Fonds nicht so leicht befriedigend beantworten. Asymmetrien, Nichtlinearitäten, Diskontinuitäten und die besondere Zeitstruktur sind charakteristisch für die Fondsp performance; hinzu kommt eine spezielle Gebührenstruktur. Möglichkeiten der Gestaltbarkeit der errechneten Performance und geringe Transparenz erschweren die Ermittlung der „wahren“ Renditen weiter. Kein Wunder also, dass Korteweg und Westerfield am Schluss einer kürzlich veröffentlichten Arbeit mit Überblickscharakter 27 wissenschaftlich noch offene Fragen zu Private Equity auflisten.

Wir beschränken uns im Folgenden auf die Performance von Private-Equity-Fonds auf Basis vor allem von US-Daten und streifen kurz die Diversifikation.

### MoM, IRR, PME, DA, Benchmark

Private-Equity-Fonds sind konstruktionsbedingt eine Herausforderung für die vergleichende Performance-Messung gerade beim Vergleich mit öffentlichen Märkten. Das sieht man auch daran, dass verschiedene Maße mit unterschiedlichen Charakteristika verwendet werden; gängige Maße sind: IRR, MoM, PME und DA.

Das häufiger verwendete Maß der „Multiples“ bezieht sich auf das Verhältnis von Einzahlungen und Auszahlungen der Investoren (Limited Partners). MoM (Multiple of Money investet) erfasst dieses Verhältnis am Ende der Laufzeit eines PE-Fonds. Ein Problem ist, dass dabei die Zeitdimension unberücksichtigt bleibt.

Das ist bei der in der Praxis sehr häufig als Performancemaß verwendeten internen Verzinsung IRR (Internal Rate of Return) anders. IRR ist der Diskontsatz, bei dem der Nettogegenwartswert (der Kapitalzu- und abflüsse) zum Referenzzeitpunkt null ist. Das IRR-Maß hat jedoch verschiedene Mängel. Einer ist die Reinvestitions-Annahme, derzufolge der Cashflow, der den Investoren zufließt, zu einem Zinssatz in Höhe des IRR wiederangelegt wird, was zur Überschätzung oder

## INHALT

### 02 Vermessung der Welt der Beteiligungen

Performance Studien Private-Equity

### 06 Verstärkte Regulierung registrierter Kapitalverwaltungsgesellschaften

Kolumne Jürgen App

### 07 Warum sind die Unabhängigen gerade so erfolgreich, Herr Mönkediek?

Gespräch mit Stefan Mönkediek,

### 09 Zwischenbericht: Finanzausschreibung.de

3 Jahre Online-Plattform

### 10 Digital allein reicht nicht

Erfolgsbedingung Marketing

### 11 Ausblick 2022: Aufschwung bei hoher Inflation und steigenden Zinsen

Martin Roßner und Kai Mösmang

### 13 Geldanlage: Die paranoid-schizoide Phase

Studien 1

### 16 Saubere Klassenanalyse

Studien 2

### 18 firstfive kürt die besten Vermögensverwalter 22

Sieger der firstfive-Awards.

### 19 firstfive – Topranking

Die besten Vermögensverwalter





Dass eine gute Infrastruktur wichtig ist, wussten schon die alten Römer. Infrastruktur ist auch ein Subsegment von „Private Equity“. Ob aber Straßen wie die Via Appia oder Teile davon im Rahmen von unternehmerischen Beteiligungen oder so was Ähnlichem finanziert wurden, müssen Althistoriker beantworten.

auch Unterschätzung der „wahren“ Fondsperformance führen kann. Durch geeignetes Timing der Cashflows während des Fonds-Lebenszyklus lässt sich die IRR verändern und gibt den General Partners Gestaltungsmöglichkeit bei der Bestimmung der Performancehöhe. Wie MoM ist IRR ein Maß, das das Risiko einer Anlage nicht berücksichtigt.

Um Private Equity mit Public Equity zu vergleichen, ist es in der akademischen Welt zum Standard geworden, PME (Public Markets Equivalent) zu benutzen. Der PME-Wert besagt, wieviel Geld Anleger in einen Marktindex hätten investieren müssen, um einen Cashflow in der Höhe des PE-Fonds zu erzielen und zum Liquidationszeitpunkt über das gleiche Endvermögen zu verfügen. Am weitesten verbreitet ist das Kaplan-Shoar-(KS-)PME. Ein (KS-) PME von 1,2 auf Basis der Benchmark S&P 500 bedeutet, dass ein Private-Equity-Fonds den Aktien-Index im Anlagezeitraum des PE-Fonds um 20 Prozent überflügelt. Ilmanen et al. errechnen in einem Beispiel mit einer Zeitspanne von 6 Jahren für einen PME von 1,2 eine (Netto-)Outperformance von 3,1% p.a.

Ein neueres Performance-Maß, das auf dem KS-PME-Ansatz aufbaut, ist Direct Alpha (DA). Direct Alpha misst die Über- oder Unterperformance. Es bezieht sich auf jenen Ertrag, den man zur Benchmark (also etwa dem S&P 500) addieren muss, um ein KS-PME von 1 zu erzielen.

Wesentlich für einen Performance-Vergleich von Private Equity und Public Equity ist die Wahl der Benchmark. Häufig verwendete Referenzindizes sind der SP 500, der MSCI World oder auch der MSCI All Country World (ACWI); ebenfalls sehr verbreitet sind Small-Cap-Indizes wie der Russell 2000. Dass man durch Wahl eines schwachen Index die relative Performance gut aussehen lassen kann, ist eine Binsenweisheit. In der Regel sind aber zumindest wissenschaftliche Studien bestrebt, Indizes zu verwenden oder zu identifizieren, die sich als Herausforderer eignen und die auch performancerelevante Eigentümlichkeiten von Private-Equity-Fonds besser abbilden. Allerdings ist die exakte Analyse von Risikofaktoren im heterogenen

Feld der Private-Equity-Fonds eine Wissenschaft für sich.

## Langfristige Performance

Korteweg und Westerfield geben in ihrer Studie (Link unten) Schätzungen der sehr langfristigen Durchschnittsperformance von PE-Fonds auf Basis von IRR, MoM und PME an. Die durchschnittliche IRR variiert für den Zeitraum zwischen 1969 und 2019 je nach Private-Equity-Subkategorie zwischen 16,21% (Median 14,00%) für Buyout und 9,59% (8,87%) für Infrastruktur. Die MoM-Werte bewegten sich zwischen 1,89 (Median 1,38) für Venture Capital und 1,28 (1,22) für Infrastruktur. Die PME-Werte relativ zum S&P 500 lagen zwischen 1,11 (Median 1,10) für Buyout und 0,86 (0,90) für Infrastruktur. Das heißt, dass nur ein Teil der PE-Segmente in diesem sehr langen Zeitraum den S&P 500 schlagen konnte.

Ilmanen, Chandra und McQuinn (Link siehe unten) vergleichen Buyout-Fonds und Public-Equity-Indizes für den Zeitraum zwischen 1986 und 2017. Die erfassten Private-Equity-Fonds erzielten einen arithmetischen Durchschnitts-IRR (netto) in Höhe von 9,9%. Das entspricht nach Berechnungen der Studienautoren einer Mehrrendite: gegenüber dem S&P 500 und dem Russell 2000 von 2,3%; gegenüber dem Russell 2000 Value von 1,4%; gegenüber einem mit dem Faktor 1,2 gehebelten Russel 2000 von 0,7%; gegenüber einem Small-Value-Faktor von -1,6% (also Unterperformance). Auf Basis des geometrischen Mittels ergaben sich etwas höhere und durchgehend positive PE-Mehrerträge. Insofern schnitten Buyout-Fonds im untersuchten 31-Jahre-Zeitraum meist besser ab als die gewählten Aktien-Benchmarks.

## Fallende relative Performance?

Über die zeitliche Entwicklung der Buyout-Performance gibt die Studie von Ilmanen et al. auf PME-Basis per Schaubild Auskunft. Zwischen 1998 und 2006 (Vintage-Jahre) lag das PME von Buyout-Fonds auf S&P 500-Basis mit Werten von bis zu über 1,5 (um 2003) immer über 1. Zwischen 2006 und 2014 performten PE-Fonds und Benchmark-Index ungefähr gleich, PME lag ungefähr bei 1. Ilmanen et al. legten zudem den Small Cap Index S&P 600 zugrunde, der besser an die für PE relevanten Faktoren angepasst sei. Hier schnitten die PE-Fonds nur im Zeitraum zwischen 2000 und 2005 besser ab, in den anderen Phasen deutlich schlechter.

Auch Phalippou (Link siehe unten) diagnosti-

ziert einen Rückgang der PE-Performance generell im Laufe der Zeit in seinem PE-Datensatz: Zwischen 1996 und 2005 lag der PME-Wert (S&P 500) bei 1,25, zwischen 2006 und 2015 nur noch bei 0,99. PME (S&P 600) war durchgehend schwächer (ähnlich wie bei Ilmanen et al.): der Wert ging von 1,07 (1. Abschnitt) auf 0,99 (2. Abschnitt) zurück. Die durchschnittlichen IRR (netto) beziffert er für den Zeitraum zwischen 2006 und 2015 auf 11%, MoM (netto) auf 1,57.

Besser als beim Private-Equity-Fonds-Durchschnitt lief es auch nach Angaben von Phalippou für Leveraged Buyouts (LBO). Diese PE-Kategorie erzielte ein PME (S&P 500) zwischen 1996 und 2005 von 1,33 (S&P 600 Small: 1,10); und zwischen 2006 und 2015 von 1,05 (1,05). Die PME-Werte für LBO waren, je nach Benchmark, stets größer 1 (zwischen 1,10 und 1,43 von 96-05 und zwischen 1,05 und 1,24 von 06-15). Die durchschnittliche IRR lag in dieser Kategorie zwischen 2006 und 2015 bei 12%, Netto-MoM bei 1,65.

Damit können wir als Zwischenfazit festhalten: Die gewählte Benchmark beeinflusst die relative Performance entscheidend. Insbesondere Small-Cap-Indizes scheinen zumindest mit PE-Fonds mithalten zu können. Im Zeitverlauf hat die relative Performance von Private Equity gegenüber den verwendeten Benchmarks abgenommen, teils schnitten die öffentlichen Märkte besser ab. Jedoch sind insbesondere Buyout-Fonds besser als der PE-Durchschnitt; sie näherten sich aber zwischen 2006 und 2015 gleichfalls den verwendeten Benchmarks an.

## Keine fallende relative Performance?

Diesen Ergebnissen widersprechen in einer jüngeren Studie Brown und Kaplan (Link siehe unten). Sie beurteilen die Performance von Private Equity, insbesondere von US-Buyouts, deutlich positiver als etwa Ilmanen et al. Brown und Kaplan greifen dabei auf Burgiss-Daten für den (Vintage-) Zeitraum zwischen 1986 und 2014 mit weniger Lücken zurück. Für US-Buyouts errechnen Ilmanen und Kollegen ein Direct Alpha von 2,3%. Brown und Kaplan kommen nach einer Anpassung auf ein durchschnittliches Direct Alpha dieser Kategorie von 3,5% und ein PME von 1,15. Insbesondere erkennen sie keine signifikante Verschlechterung der Performance im Zeitverlauf. Vielmehr errechnen Brown und Kaplan auch eine kräftige Outperformance zwischen 2009 und 2014: Direct Alpha lag bei 3,9%, PME bei 1,11 (S&P 500). Das liege deutlich

über den Schätzungen der Gruppe um Ilmanen für US-Buyout-Fonds. Brown und Kaplan schließen aus ihren Ergebnissen, dass die derzeitigen Erwartungen von PE-Investoren, eine Mehrrendite von 2 bis 3 Prozent gegenüber Aktienmärkten zu erzielen, durchaus realistisch sei.

Brown und Kaplan gehen auch der Frage nach, ob die S&P-500-Benchmark die PE-Performance zu gut aussehen lässt, ob also andere gängige Indizes nicht zu einem geringeren Mehrertrag führen. Das sei aber nicht der Fall, denn ab 2004 sei Direct Alpha von US Buyout Fonds relativ zum S&P 500 geringer gewesen als relativ zum Small-Cap-Index Russel 2000 oder relativ zum Russel 2000 Value. Direct Alpha der Buyout-Fonds sei bei Small-Cap-Benchmark nur in den Vintage-Jahren 1997 bis 2001 geringer gewesen als bei S&P-500-Benchmark; das sei ein Sachverhalt, der in der Forschung häufig ignoriert werde.

Brown und Kaplan kommen also zu dem Ergebnis, dass US-Buyout-Fonds höhere Mehrerträge gegenüber klassischen Indizes erzielten als Ilmanen et al. errechneten; und dass es keine klaren Belege für einen Rückgang der relative Performance in jüngerer Zeit gebe.

## Diversifikation

Relative Renditen sind ein Aspekt, der für Anleger interessant ist, ein anderer sind die Diversifikationseffekte durch Erweiterung eines „klassischen“ Portfolios um PE-Anlagen. Darüber hinaus stellt sich die Frage der möglichst geschickten Diversifikation innerhalb des PE-Universum, auf die wir hier aber nicht weiter eingehen (hierzu: Korteweg und Westerfield, Link unten).

Goetzmann, Gouriou und Phalippou konstatieren in einer Studie zur Diversifikation, dass man mit den traditionellen Methoden der Portfolio-Optimierung im Privat-Equity-Universum nicht sehr weit kommt. Die Komplexität von Private Equity erschwere es überdies, Risikofaktoren zu identifizieren. Die drei Finanzwissenschaftler taten es dennoch und fanden acht Private-Equity-Faktoren (darunter etwa: ein „European Private Funds“-Faktor oder ein „Non-Small Venture Capital Funds“-Faktor), die durch die bekannten Risikofaktoren an Aktienmärkten zumindest nicht vollständig reproduzierbar sind. Private Equity deckt also auch Risiken jenseits der Aktienmärkte ab und verspricht entsprechende Risikoprämien.

Brown, Kuhn und Hu kommen in einer Studie zu dem Ergebnis, dass die Erträge von Portfolios, die auch in Private Equity anlegen, durchgehend höher sind, als wenn dies nicht erfolgt. Auch sei das Portfolio-Risiko geringer, wenn Buyout-Fonds mitmischten; Venture Capital erhöhe zwar das

Portfolio-Risiko, aber es handle sich dabei vor allem um „Upside“-Risiko. Sharpe Ratios seien durchgehend höher für Portfolios mit Buyout-Anteilen oder einer Kombination von Buyout und Venture Capital. Brown, Kuhn und Hu empfehlen daher Rentenfonds, mehr in Private Equity zu investieren. Andere Experten sehen solche Empfehlungen jedoch ausgesprochen kritisch, so etwa Hammond (The Journal of Investing 30/1, Link unten) im Zusammenhang mit großen US-Stiftungen.

## Schluss

Eine Reihe von akademischen Studien kommt im historischen Rückblick zu dem Ergebnis, dass die Performance von Private Equity Fonds in den USA im Zeitverlauf, d.h. insbesondere nach der Finanzkrise, zurückgegangen ist und dass sie sich dem Renditespektrum gängiger Aktienindizes zumindest angenähert oder angeglichen hat. Vor allem Small-Cap-Indizes scheinen sich bei diesem Vergleich gut zu schlagen. Einzelne PE-Subkategorien, so etwa das große Segment der Buyout-Fonds, performten in der Vergangenheit besser als der PE-Fonds-Durchschnitt in den USA oder auch öffentliche Indizes. Andere Studien bestreiten – gerade für die Kategorie „Buyout“ – eine Verschlechterung der relativen Performance im Zeitverlauf und gehen von nach wie vor deutlichen Überrenditen gegenüber öffentlichen Märkten aus, die den Erwartungen vieler Investoren genügen. Neuere Studien deuten zudem darauf hin, dass Private Equity für klassische Portfolios positive Diversifikationseffekte hat. Alles in allem haben aber alle Studien mit der Komplexität zu kämpfen, die Private Equity inhärent ist. Viele Fragen sind noch offen – aber das kann ein Anreiz nicht nur für Forscher, sondern auch für Anleger sein.

---

## Links:

---

Phalippou, L.: [An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory](#)

Ilmanen, A.; Chandra, S.; McQuinn, N.: [Demystifying Illiquid Assets: Expected Returns for Private Equity](#)

Brown, G.W.; Kaplan, S.N.: [Have Private Equity Returns Really Declined?](#)

Korteweg, A.G.; Westerfield, M.A.: [Asset Allocation with Private Equity](#)

Brown, G.; Hu, W.; Kuhn, B.K.: [Private Investments in Diversified Portfolios](#)

Special Issue Private Equity: The Journal of Investing December 2020, 30 (1)

Alternativ: [google-Eingabe: „The Journal of Investing, Private Equity 2020 pdf“](#)



## Alternative Investment Fonds

# VERSTÄRKTE REGULIERUNG REGISTRIERTER KAPITALVERWALTUNGSGESELLSCHAFTEN

Von Jürgen App

### Überblick

Im Zuge des Startup Booms wurden in den vergangenen Jahren zunehmend alternative Investments strukturiert, deren Angebot sich ausschließlich an professionelle oder semi-professionelle Investoren gemäß Definition des KAGB richtet. Viele dieser Fonds (sogenannte AIF – Alternative Investment Fonds) werden durch Management-Gesellschaften verwaltet, die einer lediglich reduzierten Regulierung durch die BaFin unterliegen.

Es handelt sich dabei um bei der BaFin registrierte (im Gegensatz zu von der BaFin zugelassenen und einer vollen Regulierung unterliegenden) Kapitalverwaltungsgesellschaften. Voraussetzung für den reduzierten Regulierungsumfang ist insbesondere, dass ausschließlich Spezial-AIF verwaltet werden und dass die verwalteten Vermögensgegenstände max. 100 bzw. 500 Mio. EUR betragen. Der abgespeckte Regulierungsumfang bringt auch mit sich, dass neben deutlich reduzierten Organisationsanforderungen keine besonderen Kapitalanforderungen bestehen; es ist nur das Mindestkapital aufzuweisen, das sich aus der Rechtsform ergibt.

Die Zahl dieser Verwaltungsgesellschaften ist in den letzten Jahren stark gestiegen. Derzeit sind mehr als 350 entsprechende Gesellschaften bei der BaFin registriert.

### Prüfungspflicht ab Geschäftsjahr 2021

Durch in 2021 erfolgte Änderungen im KAGB sind registrierte AIF-KVGs nunmehr ab dem Jahr 2021 dazu verpflichtet, einen Abschlussprüfer zu bestellen, welcher ihren Jahresabschluss und einen ebenfalls größenunabhängig stets zu erstellenden Lagebericht zu prüfen hat. Die Prüfung ist innerhalb von neun Monaten nach Ende des Geschäftsjahres abzuschließen und der Prüfungsbericht ist an die BaFin zu übermitteln. Darüber hinaus ist zu beachten, dass registrierte KVGs auch Verpflichtete nach dem Geldwäschegesetz sind und die Einhaltung der Verpflichtungen nach dem Geldwäschegesetz, insbesondere die erfolgte Bestellung eines Geldwäschebeauftragten und Anzeige bei der BaFin, ebenfalls Gegenstand der Prüfung ist.

Bezüglich des so definierten Prüfungsumfangs besteht zusätzlich eine Ermächtigung für eine



Jürgen App ist Geschäftsführer der App Audit GmbH, einer auf Finanzdienstleister spezialisierten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. [www.app-audit.de](http://www.app-audit.de)

Rechtsverordnung, nähere Bestimmungen über weitere Inhalte, Umfang und Darstellung des Prüfungsberichts zu erlassen (§ 45a Abs. 6 KAGB). Diese Ermächtigung wurde bisher allerdings noch nicht genutzt, was für die Zukunft aber nicht auszuschließen ist.

### Ausblick

Viele betroffene KVGs haben sich bezüglich des für sie neuen Prüfungsthemas zunächst an die betreuenden Anwaltskanzleien bzw. an die betreuenden administrativen Dienstleister gewandt. Mit diesen wird auch der letztlich beauftragte Prüfer in vielen Fällen kommunizieren müssen. Erste Erfahrungen zeigen, dass die Anwendung des aus anderen Bereichen der Regulierung bekannten Proportionalitätsprinzips eine sinnvolle Herangehensweise ist. Der Umgang mit der Prüfungsanforderung ist für die meisten betroffenen KVGs Neuland. Ein strukturierter Prozess zwischen Prüfer und KVG ist erforderlich, um die Prüfung effizient abzuwickeln.

## Providens

## WARUM SIND DIE UNABHÄNGIGEN GERADE SO ERFOLGREICH, HERR MÖNKEDIK?

Die Hamburger Vermögensverwaltung Providens blickt wie große Teile der unabhängigen Vermögensverwaltung in Deutschland auf zwei erfolgreiche Jahre zurück. Wir wollten von Stefan Mönkediek, einem der beiden Geschäftsführer, wissen, wie der Erfolg zustande kam und was man davon für die Zukunft mitnehmen kann.

**Private Banker: Viele von Deutschlands unabhängigen Vermögensverwaltern haben sich erfreut über die Geschäftsentwicklung in der Pandemie gezeigt. Wie lief es für Providens?**

Stefan Mönkediek: Auch wir blicken, trotz der Schrecken der Pandemie, auf eine erfolgreiche Entwicklung der Depots der uns anvertrauten Mandate und auch auf ein lebhaftes Neugeschäft zurück.

**PB: Aber ist das nicht erstaunlich, dass in einem Jahr, in dem die persönlichen Kontakte mehr oder minder heruntergefahren waren, so ein Erfolg zustande kommt?**

SM: Zum einen hat zum Erfolg natürlich die Performance-Entwicklung beigetragen. Wir haben da einfach viele richtige Entscheidungen getroffen, hatten im ersten Quartal 2020 in

„Wir haben da einfach viele richtige Entscheidungen getroffen.“

unseren Aktiendepots nur etwa die Hälfte der Verluste vergleichbarer Anlagen hinnehmen müssen, waren mit einigen Depots dann schon im Mai wieder im Plus und haben das Jahr in vielen dieser Depots mit 17 bis 20 Prozent plus abgeschlossen. Zum anderen haben wir keinen großen Umstellungsbedarf angesichts der neuen Arbeitserfordernisse gehabt. Die allermeisten Kunden dürften es kaum gespürt haben, als ein Großteil unserer Dienste aus dem Home Office geleistet wurde. Wir konnten ja auch den Faden nicht abreißen lassen, weil wir manche Mandanten etwa im März 2020 dreimal anrufen mussten, um ihnen mitzuteilen, dass wieder eine Verlustschwelle berührt wurde.



Stefan Mönkediek, Geschäftsführender Gesellschafter der Hamburger Vermögensverwaltung Providens

**PB: Hatten Sie durch die Akzeptanz der digitalen Möglichkeiten am Ende sogar mehr Kontakt?**

SM: Sagen wir es so: Wir haben heute mehr Möglichkeiten. Ich habe zum Beispiel gerade eben mit einem Mandanten telefoniert und wir haben uns überlegt, wie und wo wir uns demnächst treffen werden. Da gibt es jetzt eine Reihe von Alternativen, die sich in der Not eröffnet haben und bestehen bleiben werden.

**PB: Aber das Neugeschäft? Kann das auch digital funktionieren?**

SM: Wir hatten auch Erstgespräche mit Inte-

ressenten über Video-Calls. Wir haben sogar Mitarbeiter über Video-Calls eingestellt. Aber klar: gerade im Neugeschäft sind persönliche Treffen wichtig. Wir haben bei uns auch, anders als die meisten Banken, die bei dem Thema unter anderen Rahmenbedingungen handeln, persönliche Kontakte nicht ausgeschlossen und die haben – selbstverständlich unter Einhaltung

## Die Trends der Vermögensanlage: „Digitalisierung und die immer größere Mündigkeit der Mandanten.“

der Verhaltensrichtlinien – auch stattgefunden. Interessant übrigens in dem Zusammenhang, wie oft unser Eintrag im Honoraranlagenregister wahrgenommen wird.

**PB: Das Register ist ja mit aktuell 17 Einträgen sehr überschaubar. Ist die Honorarberatung denn nach dem Provisionsverbot in der Vermögensverwaltung noch ein qualitatives Alleinstellungsmerkmal und mehr als ein Marketing-Signal?**

SM: Jedenfalls wundere ich mich darüber, dass die Zahl der Einträge immer noch so gering ist. Wir waren ja damals, und da sind wir ein bisschen stolz drauf, wohl die erste Eingetragene und wir wollten damit auch ein Signal setzen, ja. Wir wollten ganz klar deutlich machen, dass wir keine Interessenkonflikte haben und dass unser Geschäftsmodell auf Unabhängigkeit und Ehrlichkeit ausgerichtet ist. Viele der Kollegen machen das nicht, manchmal hängt das vielleicht auch damit zusammen, dass viele zweigleisig fahren und die geforderte strikte funktionale Trennung zwischen Vermittlung und Verwaltung für sie zu aufwändig wäre.

**PB: Welche Rolle für den Erfolg hat denn diese eigentümliche Marktkonstellation gespielt? Zu Anfang 2021 war ja klar: Da geht was an den Märkten. Andererseits hat die Pandemie ja einfach Angst verbreitet. Ist Ihnen diese Gemengelage zugute gekommen?**

SM: In so einer schwierigen Situation kann ein professioneller Anbieter seine Qualität zeigen. Das gilt fürs Risikomanagement und das gilt auch dann, wenn Mut erforderlich ist, den Hebel umzulegen und zu kaufen. Insofern war die Situation für uns eher förderlich, ja.

**PB: Woher kamen die Neukunden eigentlich?**

SM: Das waren zum einen diejenigen, bei denen

sich ein Liquiditätsevent, ein Unternehmensverkauf, eine Erbschaft oder ähnliches ergeben hat. Zum anderen gibt es immer eine Anzahl von Interessenten, die woanders unzufrieden sind, und schließlich spielt auch die klassische Empfehlung immer noch eine große Rolle.

**PB: Ich finde das mit dem Neugeschäft auch deswegen bemerkenswert, weil ja der Akquiseweg „Veranstaltungen besuchen“ nur sehr eingeschränkt möglich war. Ist in der Pandemie vielleicht auch deutlich geworden, dass dieser Bereich insgesamt überschätzt wird?**

SM: Ganz ehrlich: Wir haben davon noch nie viel gehalten. Ich zum Beispiel war noch nie auf dem Investmentkongress.

**PB: Was lernen Sie noch aus der Pandemie?**

SM: Erstens: Immer den Kontakt zum Kunden halten! Und zweitens: Eine klare Strategie haben. Wir haben uns oft hinterfragt und waren dann mit dieser Rückversicherung mutig genug, das Richtige zu tun und durchzuhalten. Die letzten beiden Jahre haben drittens aber auch gezeigt, dass die langen Trends weiter anhalten: Die Digitalisierung und die immer größere Mündigkeit der Mandanten.

## „In so einer schwierigen Situation kann ein professioneller Anbieter seine Qualität zeigen.“

**PB: Apropos Mündigkeit: Wir haben in der letzten Zeit viele Gespräche mit Kunden, genauer mit Stiftungen, geführt und dabei häufig gehört, dass die es durchaus schätzen, wenn Sie bei der konkreten Anlage mitreden können und gefragt werden. Wir wissen andererseits, dass viele Verwalter genau das bislang eher weniger mögen. Müssen Sie da umdenken?**

SM: Wir sind uns bei Providens schon darüber bewusst, dass wir mit dem Mandat auch die Verantwortung für den Vermögensschutz haben. Ich höre mir da gerne die Eindrücke, Ideen und Vorschläge der Mandanten an, aber wir entscheiden eben nicht spontan und aus dem Bauch oder auf Empfehlung, sondern am Ende eines strukturierten Prozesses. Das macht unsere Stärke und Professionalität aus und deswegen sage ich: Die Entscheidung bleibt – selbstverständlich im Rahmen der besprochenen Anlage-richtlinien – bitte bei mir.



## ZWISCHENBERICHT: FINANZAUSSCHREIBUNG.DE

3 Jahre Finanzausschreibung.de: Ein Zwischenbericht über die Onlineplattform für die Ausschreibung von Vermögensverwaltungsmandaten.

Seit drei Jahren ist Finanzausschreibung.de, die Plattform für die Ausschreibung von Vermögensverwaltungsmandaten, online. Private und institutionelle Investoren können anonym, kostenfrei und unverbindlich eine Ausschreibung für ein Vermögensverwaltungsmandat aufgeben. Mehr als 1.200 Vermögensverwalter können derzeit zu einem Angebot aufgefordert werden oder aktiv ein Angebot abgeben. Die Ausschreibungsplattform steht allen Banken und unabhängigen Vermögensverwaltern mit einer entsprechenden Zulassung offen.

Bis 12/2021 haben sich aktuell über 200 Vermögensverwalter, Banken und Fondsgesellschaften aktiv als Private Banker und/oder Institutioneller Assetmanager registriert, darunter finden sich internationale Großbanken wie Goldman Sachs, JPMorgan oder Morgan Stanley, renommierte Privatbanken wie Metzler, Merck Finck oder Oddo und viele der besten deutschen unabhängigen Vermögensverwaltungen wie Flossbach von Storch, Eyb & Wallwitz oder Huber, Reuss & Kollegen. Zusätzlich

können Investoren aus einer Karte unter mehr als 1.000 Standorten Anbieter zu einer Bewerbung auffordern. Knapp 600 Investoren / bzw. Mittelsleute sind registriert.

Insgesamt wurden bis Ende 2021 fast 200 Ausschreibungen auf Finanzausschreibung.de angelegt, wobei die Anzahl der Ausschreibungen während der Pandemie deutlich abgenommen hat. Momentan finden sich zwei aktive Ausschreibungen auf der Plattform.

### Webinar die Ausschreibungsplattform Finanzausschreibung.de

Am 28. Februar stellt Elmar Peine im Webinar die Ausschreibungsplattform Finanzausschreibung.de vor. Die Teilnehmer erleben eine Registrierung, die Erstellung einer Ausschreibung und die Bewerbung. Für Fragen und Anregungen wird genügend Raum sein. Webinar: Finanzausschreibung.de Referent: Dr. Elmar Peine  
Datum: 28.02.2022 Uhrzeit: 11:00 bis 12:00

[hier anmelden](#)

Mandat	Betrag	Gebührenart*	Gewinnbeteiligung**	Ø Man. Gebühr	Gebührensprende
Aktien/Renten	2.000.000,00 €	MF + GB	10%; HR:4; HWM: 1 J.	0,76%	0,45 - 1,5%
Aktien/Renten	100.000,00 €	All in	0	1,24%	0,8 - 1,75%
Aktien/Renten	100.000,00 €	All in	0	1,29%	0,8 - 1,5%
Aktien/Renten	500.000,00 €	MF only	0	1,03%	0,8 - 1,5%
Aktien/Renten	750.000,00 €	All in	0	0,99%	0,8 - 1,5%
Aktien/Renten	10.000.000,00 €	MF only	0	0,57%	0,45 - 0,95%
Aktien/Renten	1.000.000,00 €	All in	0	0,93%	0,6 - 1,3%
Aktien/Renten	1.000.000,00 €	MF only	0	0,95%	0,60 - 1,19%
Aktien/Renten	800.000,00 €	MF + GB	20%; HR: 3%; HWM 1 J.	0,79%	0,25 - 1,19%
Aktien/Renten	600.000,00 €	MF + GB	15%; Hr: 3,5%; HWM: 1 J.	0,77%	0,5 - 1,2%

**Quelle:** Finanzausschreibung.de; \* MF only: Das Mandat soll mit klassischer Management Gebühr als Prozentsatz vom eingesetzten Kapital entlohnt werden (dazu kommen weitere Gebühren wie Depotgebühren, Transaktionskosten, Agios etc.); MF + GB: Das Mandat soll mit einem Mix aus fixer Gebühr und Gewinnbeteiligung entlohnt werden. All In: Die Vermögensverwaltung berechnet eine Gebühr, die (in der Regel) die Managementgebühr, Transaktionsgebühren und die Depotgebühren beinhalten. \*\* Die Gewinnbeteiligung setzt sich zusammen aus dem Beteiligungssatz als Prozentsatz vom Gewinn, der Gewinnbeteiligungsschwelle (Hurdle Rate), ab der eine Gewinnbeteiligung anfällt und der Berücksichtigung zwischenzeitlicher Verluste (HighWaterMark).

## Nicht ohne Marketing

### DIGITAL ALLEIN REICHT NICHT

Der unterschiedliche Erfolg digitaler Finanzdienstleistungsangebote zeigt: Ohne Marketing geht's nicht, auch nicht in der digitalen Welt.

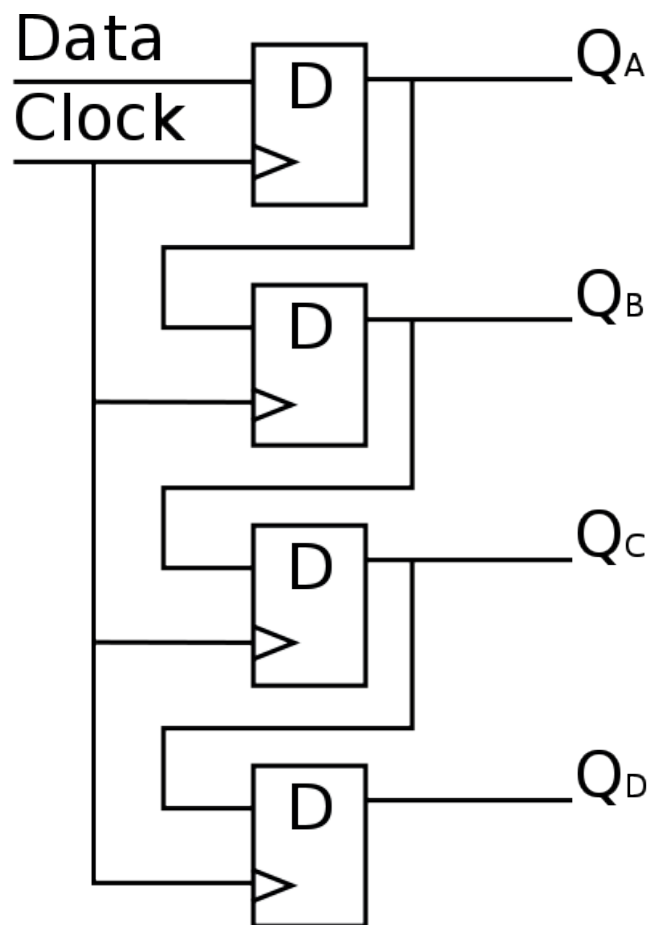
**A**ls am 19. März 2020 die Börsen dieser Welt zusammenzuckten, suchten erfahrene Börsianer mitten im Kanonendonner eine Antwort auf die Frage aller Fragen: „Wer profitiert?“ Es dauerte nur wenige Börsentage, bis sich herauskristallisierte, dass digitale kontaktlose Angebote zu den Pandemiegewinnern zählen würden. Es gewannen Online-Händler und Paketdienste, Essenslieferanten, Kommunikationsdienstleister und Versandapotheken. Später kamen auch Titel aus dem Finanzbereich wie Online-Broker und Bezahldienste dazu.

Schon bei den Robo Advisern sah die Bilanz eher durchwachsen aus. Viele Vermögensverwalter hatten sich solche Programme angeschafft und sie auf ihre Seiten integriert. So richtig zufrieden waren aber nur die wenigsten mit ihnen. Ein paar Große wie Scalable, Solidvest, Liquid oder Quirion zeigten sich mit der Umsatzentwicklung zufrieden. Quirion konnte das Volumen der verwalteten Gelder in 21 sogar um rund 40 Prozent steigern. Bei den meisten Verwaltern war die Enttäuschung dagegen groß. Einige wie die Hamburger DGK oder die Münchener Dr. Lux und Präuner schalteten ihre Robos gleich ganz ab.

Ähnlich schlecht erging es den virtuellen Marktplätzen, auf denen sich Vermögensverwalter möglichen Kunden mit einzelnen Strategien präsentieren können. Die BNP-Tochter DAB hatte ihren, Qinfen, erst gar nicht eröffnet, Konkurrent V-Bank veröffentlicht keine Zahlen, aber was man hört, war die Zeit für deren Marktplatz V-Check auch nicht besonders gut.

Gut gelaufen sind auch die Ausschreibungsplattformen nicht. Ob firstfive, Institutional Money oder finanzausschreibung.de, die Erwartungen wurden kaum erfüllt. Elmar Peine, Geschäftsführer von Finanzausschreibung.de (und Herausgeber des Private Banker) ließ verlauten: „Wir hätten uns angesichts der Umstände eine deutlich bessere Entwicklung erwartet“ (s.a. Bericht zu Finanzausschreibung.de).

Von allein, das zeigen die Fälle, laufen selbst in Zeiten wie diesen, digitale Angebote nicht. Finanz-



dienstleistungen, das weiß jeder Anfänger, werden nicht ge-, sondern verkauft. Das heißt aber nicht, dass es gar keine Chancen gibt, ohne persönliche Kontakte bestimmte Dienstleistungen an den Mann und die Frau zu bringen. Das Beispiel der erfolgreichen Robos legt sogar die Vermutung nahe, dass Marketing auch bei digitalen Diensten eine herausragende Bedeutung hat. Der Werbeaufwand ist vielleicht sogar noch stärker als die Vergangenheitsperformance mit der Änderung des Assetvolumens korreliert.

ART Global Macro

## AUSBLICK 2022: AUFSCHWUNG BEI HOHER INFLATION UND STEIGENDEN ZINSEN

Von Martin Roßner und Kai Mösmang, ThirdYear Capital

**A**us ökonomischer Sicht war das vergangene Jahr nicht nur von ungewöhnlich hoher Inflation, sondern auch von Divergenzen zwischen den beiden größten Volkswirtschaften geprägt. Dem Immobilienboom und Inflationsanstieg auf 7 Prozent in den USA standen Insolvenzrisiken beim Immobilienkonzern Evergrande und stabile Inflation bei aktuell 1,5 Prozent in China entgegen. Entsprechend niedrig ist die Korrelation zwischen wichtigen Finanzmärkten im Vergleich zu den Jahrzehnten vor der Pandemie. Aktienmärkte, die auch über Länder hinweg meist deutlich positiv korreliert sind, verliefen zeitweise sogar gegenläufig. Dem spekulativen Boom in sogenannten „Meme-Stocks“ und unprofitablen Internetfirmen in den USA standen zwischenjährlich Kursverluste von 60 Prozent in chinesischen Technologie-Indizes entgegen. Die Wachstumserwartungen in Volkswirtschaften wie Brasilien, die besonders von chinesischer Nachfrage abhängen, wurden ebenfalls nach unten korrigiert.

### Anlagechancen in ausgewählten Entwicklungsländern

Dieses Marktumfeld beinhaltet ein erhebliches Normalisierungspotential und erzeugt in 2022 deswegen Chancen für über Länder und Anlageklassen hinweg diversifizierte Portfolios. Die vermehrt auf Inflationsbekämpfung ausgerichtete Geldpolitik in den USA trifft nämlich auf einen weit höheren Spielraum für politische Unterstützung von Wachstum in Asien, insbesondere in China. Dieser Umstand erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich der Aufschwung dieses Jahr selbst bei unerwarteten Rückschlägen im Pandemieverlauf fortsetzt. Für die eigene Global-Macro-Strategie und den ART Global Macro Fonds gibt es deswegen außerhalb der USA neue Investmentchancen, auch in ausgewählten Entwicklungsländern. Mit seiner Kombination von quantitativer Technologie und fundamentaler Logik investiert der ART Global Macro in die Anlageklassen Aktien, Staatsanleihen, Inflation und Währungen in mehr als 20 Ländern. Der Vorteil dieses Ansatzes ist, dass technische Signale wie Trends



Martin Roßner (links) und Kai Mösmang von der Münchner Fondsboutique ThirdYear Capital managen den ART Global Macro



oder einfache Faktoren nicht benötigt werden, was die Korrelation zu vielen anderen quantitativen Ansätzen deutlich verringert.

## Aktuelle Inflationsraten von Konsumgütern getrieben

Nowcasting-Indikatoren, die auch in der Fondsstrategie für kurzfristige Vorhersagen von Wachstum und Inflation genutzt werden, zeigen für das Jahr 2022 allerdings weiterhin ein vorhandenes Potenzial für überhöhte Inflationsraten in den westlichen Volkswirtschaften. Die von Zentralbanken erwartete Normalisierung von Inflationsraten im zweiten Halbjahr wäre zu optimistisch, falls bei einer möglichen nachhaltigen Überwindung der Pandemie die aufgestaute Nachfrage eine Dienstleistungsinflation erzeugt. Auch der angebotsbeschränkte Arbeitsmarkt wird die Dienstleistungsinflation über Lohnsteigerungen von um die 5 Prozent auf absehbare Zeit weiter anheizen. In den USA macht der Dienstleistungssektor circa 70 Prozent der Wirtschaftsleistung und Inflationsberechnung aus.

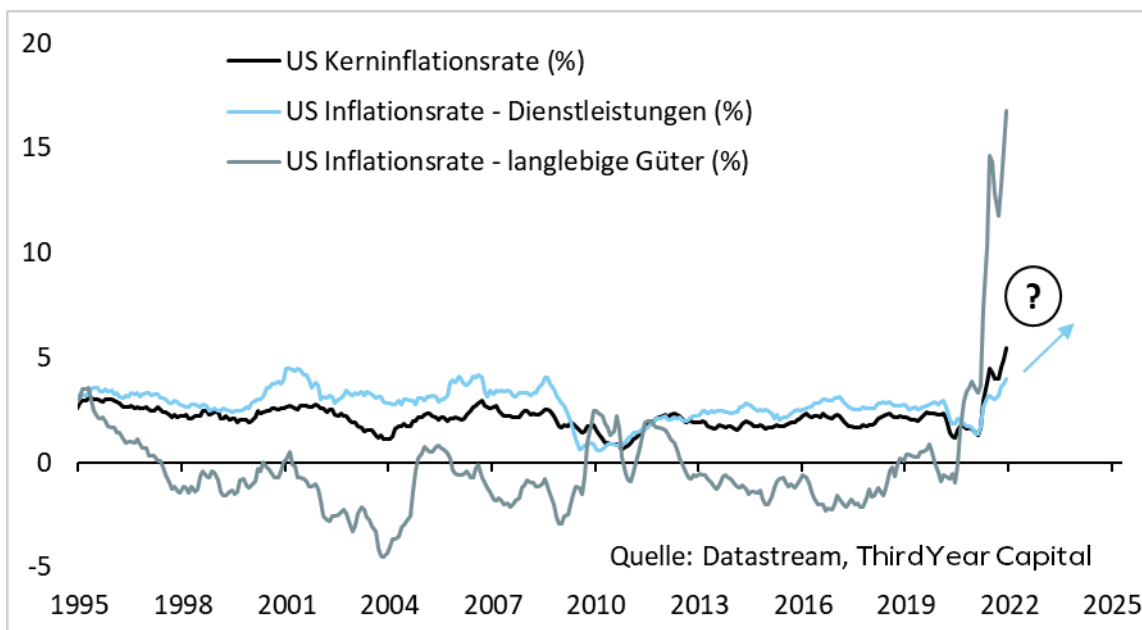
Aktuell sind die hohen Inflationsraten noch von untergewichteter Konsumgüterinflation getrieben.

## Zinssensitive und spekulative Märkte untergewichtet

Für den wahrscheinlichen Fall, dass die Inflation auch im zweiten Halbjahr weit über dem 2-Prozent-Ziel bleibt, hat die Fed bereits Zinserhöhungen angekündigt. Für die Ausrichtung von Investmenportfolios empfiehlt sich deswegen weiterhin keine Übergewichtung von zinssensitiven und besonders spekulativen Märkten, wie auch im ART Global Macro berücksichtigt. Seit Auflage im August 2020 konnte auf Basis dieser „quantamentalen“ Strategie eine Rendite von 11,35 Prozent (Stand 19.1.22) mit geringer Korrelation zu Aktien und negativer Korrelation zu Anleihen erzielt werden.

Weitere Informationen unter: [www.third-year.com](http://www.third-year.com)

Nachziehende Dienstleistungsinflation stellt ein Risiko für baldige Normalisierung der Inflationsraten dar.



Die Inflationsrate der langlebigen Güter ist aktuell für die Inflationsrate in den USA verantwortlich

Papa Freud und infantile Anleger

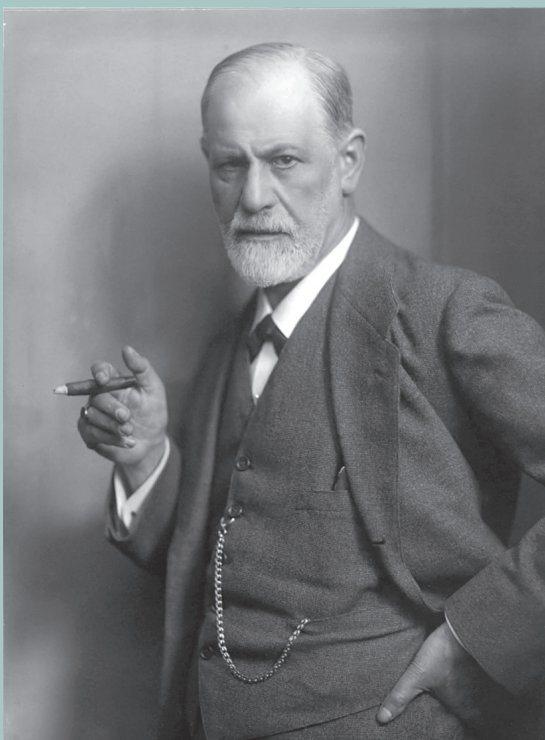
## GELDANLAGE: DIE PARANOID-SCHIZOIDE PHASE

Studie von Richard Fairchild und James Kinsella, School of Management, University of Bath, UK:  
An Emotional Finance Framework for Examining Bubbles and Crashes.

Das Verhältnis von Emotionen und Finanzen ist aus verschiedenen Gründen seit vielleicht zwei Jahrzehnten ein sehr beliebtes Thema. Und doch scheint das Thema unter der verwaltungsmäßigen Obhut von Behavioral Finance mit der Zeit etwas langweilig und bräsig geworden zu sein. Hinzu kommt, dass immer mehr Finanz-Entscheidungsprozesse automatisiert sind; aber auch Automaten zeigen unter Umständen „als ob“-affektives Verhalten, etwa im Fall synchroner Anlageentscheidungen einer Vielzahl von Automaten. Dennoch kann man dem Emotionsthema immer noch Seiten abgewinnen, an denen der finanzökonomische Mainstream bislang weitgehend vorbeiströmte. Das Emotional-Finance-(EF)-Paradigma, das auf Tuckett und Taffler zurückgeht,

gehört vermutlich dazu. Es unterscheidet bewusste von unbewussten Emotionen. Und damit sind wir auch schon bei Papa Freud, auf dessen Metapsychologie der EF-Ansatz nach Eigenauskunft aufbaut. Wesentlich sind hier dann kindliche Konditionierungen und Reaktionsmuster, die im Laufe der Erwachsenwerdung unbewusst wurden, die aber in Gestalt von situationsbedingten Regressionen auch bei erwachsenen Anlegern als (Re-) Aktionsmuster wiederkehren. Die Anleger – oder sollten wir hier besser „wir“ sagen – werden also unter bestimmten Umständen entsetzlich infantil. So weit, so bekannt.

Fairchild und Kinsella, die den EF-Ansatz weiterentwickeln beanspruchen, sehen dabei in etwa die folgenden Vorgänge am Werk: Werde man mit größtenteils unverstandenen, aber die Phantasie



### Philosophie des Unbewussten

Das Unbewusste kam im 19. Jahrhundert im deutschen Sprachraum unter Denkern (u.a. Schelling, Schopenhauer) schwer in Mode. 1869 legte Eduard von Hartmann eine „Philosophie des Unbewussten“ vor. Nietzsche las ihn, trainierte aber seinen „bösen Blick“ lieber am edlen, aber zunehmend fadenscheinigen Mantel von Moral und Werten, unter dem er die „niedrigen“ Motive hervorzerre; er gab damit der deutenden Psychologie entscheidende Impulse. Auf Nietzsche aufbauend übersetzte Freud Tragödien des Sophokles gewissermaßen neu, überaus kühn und mit außerordentlicher Phantasie in eine tiefenpsychologische Wissenschaftsprosa. Aus Dichtung wurde Deutung mit Erfolgs- und Wahrheitsanspruch. Das Ende des 19. Jahrhunderts war da schon erreicht und das neue begann mit der 1900 veröffentlichten Schrift „Die Traumdeutung“. Damit war eine neue Phase des Unbewussten eröffnet; der ging aber gegen Ende des 20. Jahrhunderts ein wenig die Puste aus. Mit dem Beginn des dritten Jahrtausends erhielt das Konzept des Unbewussten durch entsprechende Interpretation neurophysiologischer Forschungsergebnisse und die illustrative Macht bildgebender Verfahren einen neuen Schub. Auch ein Begründer von Behavioral Finance, Daniel Kahneman, operiert mit einem psychologischen 2-Subsystem-Konzept, wovon das eine Subsystem nur schwach auf die knappen und energieaufwendigen Bewusstseinsprozesse zurückgreift. Mit Freud hat das nicht unbedingt etwas zu tun. Explizit auf Freud beruft sich hingegen der Emotional-Finance-Ansatz.

erhitzenden Anlagechancen konfrontiert – wie etwa in den 90er Jahren mit High-Tech-Aktien oder in den letzten Jahren mit Kryptowährungen –, dann werde ein emotionales Ablaufprogramm in Gang gesetzt. Zunächst würden, so die These, die Anleger in eine paranoid-schizoide Phase eintreten, in der sie von einer unfehlbaren Investition mit großartigen Gewinnen ausgingen. Das sei Folge einer psychischen Spaltung: das Leid (-objekt) (das Verlustrisiko) werde von der Lust (Imagination phantastischer Gewinne) abgespalten und tief ins Unbewusste verdrängt. Anleger verliebten sich in ihre Anlageobjekte und bewerteten sie infolge dieser Idealisierung weit über dem finanziell Erwartbaren. In dieser Phase seien die Lobpreisungen der „Experten“, die diesen Liebesakt mit dem allseits begehrten Anlagewunder vermittelten, sakrosankt. Investoren seien bereit, „Silly Money“ zu zahlen – wer in Deutschland denkt bei diesem Begriff nicht sofort an „Stupid German Money“? Irgendwann werde jedoch ein Kipppunkt erreicht, an dem erste Zweifel aufkämen, die dann nagend würden, während zugleich ein (finanzieller und affektiver) Wertverfall der Liebesobjekte einsetze. Damit trete man in die depressive Phase ein: Die Finanzblase „platze“: Panik komme auf, die Preise stürzten ab. Damit flute die Realität in Gestalt schmerzhafter finanzieller Verluste das Bewusstsein, die Liebe schlage in Hass gegenüber dem Investitionsobjekt um. Zugleich würden die Experten beschimpft und müssten als Sündenböcke herhalten.

Ist das von EF thematisierte Unbewusste als Behälter vorzustellen, in dem all jene Risiko-Informationen enthalten sind, die spätestens nach einer Finanzkrise ans Licht des Bewusstseins kommen? Orientiert man sich an Freud, dann ist nur die biographische Basis des Regressions-Mechanismus unbewusst (d.h. strukturbildende Konstellationen und Erfahrungen in der Kindheit). Regression würde also für die meisten Anleger nur bedeuten, dass sie von einer Risikoauflärung oder Warnungen nichts hören möchten und stattdessen phantastischen Erzählungen Glauben schenken, denen ihr gesunder Menschenverstand im Normalfall zumindest misstrauen würde. Und dieser Warnimpuls wird verdrängt. Nicht, dass sie die Risiken genau kennen und sie dann verdrängen müssten.

Die EF-Theorie versucht vor allem Boom-Bust-Phänomene zu erklären. Ein Problem aber sei, so Fairchild und Kinsella mit Bezug auf eine Kritik von

Dow, dass die EF-Theorie bisher nur eine retrospektive Analyse erlaube, nicht eine prospektive, also keine Prognose. Dem möchten Fairchild und Kinsella abhelfen. Zu diesem Zweck formulieren sie ein einfaches formales „Emotional Finance Model“, bei dem sie zwischen dem Bewussten und dem Un-Bewussten noch ein Unter-Bewusstes einfügen. Im Wesentlichen handelt es sich um einen Liebe-Haß-Formalismus mit verschiedenen Parametern, die auch das psychologische Subsystemmodell abbilden. Der Verlauf der Aktienkurse wird dann vom Emotionsprofil über der Zeit erklärt.

Wie bei den meisten dieser psychologisch fundierten Ansätze ist das Basismodell interaktionsfrei, das bedeutet, dass am Startpunkt in der Regel nicht soziale Prozesse zwischen Personen stehen (Was für Freud übrigens nicht zutrifft, weil er die Differenzierung in psychische Subsysteme aus dyadischen und triadischen sozialen Beziehungen hervorgehen lässt). Diesen Psycho-Bias hat das EF-Modell mit der Mainstream-Behavioral-Finance-Forschung gemeinsam, die sich um alle möglichen kognitiven Verzerrungen (Biases) kümmert, nur nicht genügend um ihre eigenen (psychologischer Reduktionismus; weitgehend negative Deutung von simplen Heuristiken, ohne deren Leistungen zu würdigen). Zwar kennen Ansätze aus diesem Umfeld auch soziales Herdenverhalten, emotional vermittelte soziale Diffusionsvorgänge und – z.B. Fairchild und Kollegen in einer anderen Arbeit – Netzwerke. Aber diese ersten Schritte in die richtige Richtung ändern wenig an der Verankerung in einem psychologischen Ausgangsmodell.

Ein Finanzsystem ist jedoch primär ein soziales System, das aus interagierenden Einheiten besteht, und das können Personen oder etwa auch Organisationen sein. Die sozialen Prozesse sind gewiss nicht unabhängig von psychischen Prozessen. Aber Kommunikationsstrukturen, Organisationen und Institutionen sind sehr viel wichtiger. Das gilt auch im Hinblick auf Finanzrisiken. Zwar bestehen vielleicht informatorische Asymmetrien zwischen „meinem“ Bewussten und Unbewussten. Aber die Asymmetrien zwischen „meinem“ Nichtwissen und dem Wissen von Millionen, ja Milliarden von anderen Personen sind millionenmal, ja milliardenmal größer. Darauf beruht die Möglichkeit informatorischer Arbeitsteilung. Die hierfür erforderliche Departmentalisierung von Wissen benötigt an den vielen Schnittstellen Zeichensysteme für Autorität/



Kompetenz. Die Zeichen ermöglichen eine schnelle Akzeptanz und Übernahme der arbeitsteilig gewonnenen Ergebnisse. Hier kommen dann hierarchische Organisationen ins Spiel – Rating Agenturen, Finanzunternehmen, Regulierungsbehörden, Wirtschaftsforschungsinstitute, auch Finanzfakultäten an Universitäten. Diese Organisationen steuern intern erwünschtes Verhalten – so auch Wissen und Kommunikation über Risiken – mittels Sanktionen und Gratifikationen unterschiedlicher Art. In ähnlicher, wenn auch mehr diffuser Weise wirken Normen und Reputationserwartungen.

Die Wichtigkeit dieser sozialen Mechanismen etwa bei der arbeitsteiligen Produktion, Weiterverarbeitung, Einschätzung, und Kommunikation von finanziellen Risiken förderte die Aufarbeitung der großen Finanzkrise zutage. Im Rückblick wurde erschöpfend beschrieben, wie Risiken im Rahmen von Subprime-Darlehen erzeugt, durch Restrukturierungen und in Gestalt unterschiedlicher Produkte von Finanzdienstleistern in den Weltfinanzmarkt verschoben, verstreut und auch für professionelle Beobachter praktisch weitgehend unsichtbar gemacht wurden. Viele Erklärungen rückten arbeitsteilige Organisationen, organisatorische Anreizsysteme, Institutionen, Regeln, Normen, selektive Kommunikation und sozial erzeugtes Nichtwissen in den Fokus.

Man könnte auch hier von einer Art von „Verdrängung“ von Risiken in den großen, weiten Weltfinanzraum hinaus sprechen. Aber diese Art von „Verdrängung“ erfolgte hauptsächlich in der Sozialdimension, weniger in der psychischen Dimension. Sie hat überwiegend die Form von „Unwissen“, das im Nachhinein zum „das hätte man doch wissen müssen“ umdeklariert wird. Wo dieses „man“ bestimmte Experten betrifft, dürfte diese Forderung richtig sein. Bei ihnen könnte „Verdrängung“ ins psychische Un-Bewusste eher eine Rolle gespielt haben, jedoch auch Schweigen oder begrenzte kommunikative Wirksamkeit. Nichtexperten sind hingegen auf Prüf- oder Autoritäts-Zeichen für Expertise angewiesen. Diese Zeichen entscheiden mit, was an Wissens- und Meinungsangeboten akzeptiert, übernommen oder imitiert wird. Generell kann auch die oben beschriebene „Regression“ eine Rolle spielen. Das sind aber alles Formen der meist effizienz erhöhenden Komplexitätsreduktion. Denn in einem arbeitsteiligen, hyperkomplexen Sozialgefüge ist die Übernahme fremder, nicht begriffe-

ner geistiger Produkte anderer die Regel. Einfache Daumenregeln für Akzeptanz und Imitation der Ergebnisse anderer erhöhen massiv die gesellschaftliche Effizienz, weil sie Redundanz und Langsamkeit in der Wissensverarbeitung massiv abbauen helfen. Ohne diese Katalysatoren könnten komplexe Gesellschaften gar nicht entstehen. Deshalb führt etwa auch die Behavioral-Finance-Deutung vom „Herdenverhalten“ als Anomalie leicht auf die falsche Fährte: zwar kann Herdenverhalten auch dysfunktional sein. Aber völlig zurecht lobt Aristoteles in der Poetik die Nachahmung als höchste Kunst des Menschen. Wir vertrauen im Alltag laufend den in ihrer Tiefe unverstandenen Verlautbarungen von Autoritäten oder Experten – auch wenn wir andere Autoritäten und Experten kritisieren.

Kein Gewinn ohne Kosten. Anomalien sind die Kosten, die der Effizienzgewinn durch Imitation und schnelle Akzeptanz der Produkte anderer von Zeit zu Zeit verursacht. Auch ein intellektueller Halbgoth bewegt sich in einem komplexen gesellschaftlichen Umfeld die meiste Zeit nur mit Hilfe dieser einfachen, aber schnellen Heuristiken. Oder, um auf unser Ausgangsproblem zurückzukommen: Um Risiken aus der gesellschaftlichen Wahrnehmung verschwinden zu lassen, kann psychische Verdrängung einen Beitrag leisten. Wichtiger erscheinen jedoch leistungs- und effizienz erhöhende gesellschaftliche Prozesse, die manchmal eben zu „Anomalien“ beitragen.

Was Experten im Nachgang der Finanzkrise überwiegend mit Worten statt Formeln als Krisenursachen herausarbeiteten, harrt immer noch einer geeigneten theoretischen Form. Die gängigen, psychologisch fundierten Verhaltensmodelle sind im Grunde „nur“ die etwas raffinierteren wissenschaftlichen Verwandten der populären Diagnose von der „Gier“ als Ursache von Finanzkrisen: Das ist nicht ganz falsch, aber eindeutig zu wenig, um sich von hyperkomplexen sozialen Systemen, wie sie Finanzmärkte darstellen, einen halbwegs adäquaten Begriff machen zu können.

---

[Link zur Studie:](#)

[An Emotional Finance Framework for Examining Bubbles and Crashes](#)

## Erkenntnisse

# SAUBERE KLASSENANALYSE

## INEFFIZIENZEN AUF AKTIENMÄRKTEN

**AUTOREN:** Mattera, R.; Di Sciorio, F.; Trinidad-Segovia, J.E.; Universitäten Neapel und Almeria

**ZUSAMMENFASSUNG:** Die großen, sehr transparenten Aktienmärkte des Westens gelten als „relativ“ effizient. Aber relativ ist eben nicht absolut. Das bedeutet, dass sie auch Ineffizienzen haben, die von Zeit zu Zeit auch etwas kräftiger ausfallen können. Die Autoren weisen darauf hin, dass Effizienzmaße so zu gestaltet sind, dass sie auch zeitlich variieren können. Ihr Arbeitsmodell ist die Hypothese der adaptiven Märkte. Aber wie können in diesem Rahmen Ineffizienzen bzw. Effizienzen überhaupt definiert, ermittelt, gemessen werden? Mit nur einem Indikator, so finden Mattera und Kollegen, sei Marktineffizienz nur schwer zu erfassen. Daher, so ihr Vorschlag, sollte ein synthetisches Messkonzept für Ineffizienzen verwendet werden. Ein solches, das mehrere gebräuchliche Indikatoren amalgamiert, stellen sie in ihrer Arbeit vor. Die drei italienischen Wissenschaftler erproben ihren neuen Index sogleich an den Leitindizes der Niederlande, Belgiens, Frankreichs, Spaniens, der Schweiz, Österreichs und Deutschlands.

Ein Ergebnis ihrer Untersuchung ist, dass Ineffizienzen an den jeweils per Index abgedeckten Märkten nachzuweisen sind, die zeitabhängig sind. Wer darüber mehr erfahren möchte, kann sich gerne in der Studie selber umsehen, sollte sich aber von dem einen oder anderen Formelgebirge nicht abschrecken lassen.

[Link: A Composite Index for Measuring Stock Market Inefficiency](#)

## ALTERNATIVLOSE ALTERNATIVE BEI NATURKATASTROPHEN

**AUTOREN:** Baltas, K.; Fiordelisi, F.; Mare D.S.; Universitäten Essex und World Bank U. of Edinburgh B.S.

**ZUSAMMENFASSUNG:** Was tun US-Unternehmen, die von Naturkatastrophen betroffen sind? Offenbar greifen sie in diesem Fall vermehrt auf Möglichkeiten der alternativen Finanzierung zurück – auf Private Equity, Crowdfunding und Venture Capital. Der Hauptgrund hierfür ist, dass bei Unternehmen, die von extremen Naturgewalten betroffen sind, die finanzielle Situation in verschiedenerlei Hinsichten sehr angespannt ist. Das hat zur Folge, dass für diese Unternehmen der Zugang zu klassischen Finanzierungsinstrumenten

stark beschränkt ist, insbesondere war Bankkredite anbelangt. Die Autoren zeigen, dass in diesem Fall vor allem große Unternehmen, Nicht-IT-Firmen und Startups auf alternative Finanzierungsinstrumente zurückgreifen.

[Link: Alternative Finance after Natural Disasters](#)

## MITTELKLASSEN ALLER LÄNDER VEREINIGT EUCH

**HERAUSGEBER:** Arne Holzhausen, Allianz Research

**ZUSAMMENFASSUNG:** Eine saubere Klassenanalyse war das A&O einer Gesellschaftstheorie, die bereits Mitte des 19. Jahrhunderts den tendenziellen Fall der Rendite als den Vorboten des Verschwindens der Kapitalmärkte überhaupt postulierte. Zuzugeben ist allerdings: um von „Class“ zu reden, brauchte man im englischsprachigen Raum nie Ultra-Fan dieser Denkrichtung zu sein. Dass heute auch in Deutschland die Berührungängste geschwunden sind, ja, dass Probleme des Klassenkampfs sogar ein Anliegen der Mitte der Gesellschaft sind, zeigt sehr schön die Forschungsabteilung der Allianz, die uns jährlich mit der neuesten Klassenanalyse versorgt. In der jüngsten Ausgabe geht sie dem möglichen Problem des tendenziellen Falls des Vermögensanteils der Mittelklasse nach. Was ist die Mittelklasse? Der Allianz-Report fasst darunter die Bevölkerung, die über ein Vermögen von 30 bis 180 Prozent des nationalen Mittelwerts verfügt. Dem Kurzreport zufolge hat diese Mittelklasse in Deutschland einen Anteil am Nettofinanzvermögen von 23%, in der egalitäreren Slowakei von 60%. In den meisten Ländern hat der Anteil der Mittelklasse-Vermögen seit 2008 am Gesamtvermögen abgenommen. Dies hat unterschiedliche Ursachen. Welche, kann der interessierte Leser im Report selber nachlesen.

[Link: Is the Wealth Middle Class shrinking?](#)

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



## Finanzausschreibung.de

DIE FÜHRENDE PLATTFORM FÜR FINANZAUSSCHREIBUNGEN:

- TRANSPARENT
- FAIR
- INTERESSENKONFLIKTFREI
- KOSTENLOS
- UNVERBINDLICH



Oddo macht das Rennen

## FIRSTFIVE KÜRT DIE BESTEN VERMÖGENSVERWALTER 22

In kleiner Runde trafen sich am 14.2.2021 in der Frankfurter Villa Bonn die Sieger der diesjährigen firstfive-Awards. Jürgen Lampe kürte dabei entsprechend der Auswertung seiner Datenbank realer Private Banking Depots die besten Vermögensverwalter.

In der Königsklasse, der 5-Jahresauswertung, verteidigte Oddo den Platz an der Sonne; im Gegensatz zum Vorjahr mit deutlichem Vorsprung und der Maximalpunktzahl. Unverändert sind ein erfolgreiches Stock Picking in Europa und Nordamerika Grundlage des Erfolgs. Zu den Top-Performern zählten Accenture, Bechtle, Capgemini, LVMH, Microsoft, Schneider Electric und Wolters Kluwer mit Wertentwicklungen von mindestens 200%. Auf Platz zwei fuhr M.M. Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, ins Ziel. Den dritten Podestplatz sicherte sich die DJE Kapital AG aus Pullach.

Zum Erfolgsrezept der Privatbank, die seit langem immer wieder vorderste Plätze in Private Banking Contests belegt, äußerte sich Oddo-Vorstand Joachim Häger: „Unsere Strategie – Selektion von Qualitätsunternehmen, die hohe Kapitalrenditen und klare Wettbewerbsvorteile aufweisen, strukturell wachsen, nachhaltig wirtschaften und deren Aktien zu einem angemessenen Kurs gehandelt werden – hat sich auch 2021 bewährt. Damit haben wir erneut herausragenden Wert für unsere Kunden geschaffen. Wir freuen uns sehr, dass wir als bester Vermögensverwalter in der wichtigsten Disziplin, dem Anlagezeitraum von fünf Jahren, ausgezeichnet wurden.“

Oddo gewann auch in der 3-Jahreswertung. Mit drei ersten Plätzen in der konservativen, moderat dynamischen und dynamischen Risiko-Klasse erreichte man die maximale Punktzahl. Platz zwei belegte das Family-Office der Volksbank Kraichgau

eG., sehr dicht gefolgt von Rhein Asset Management S.A. aus Luxemburg.

Die besten Vermögensverwaltungen müssen in drei unterschiedlichen Risikoklassen Top-Leistungen zeigen, um Spitzenplätze zu erreichen. Diese anspruchsvolle Aufgabe gibt den firstfive-Awards einen besonders hohen Stellenwert.

„Unsere Auswertungen werden auf Basis realer Depots vorgenommen. Die Datenbank der firstfive AG von rd. 180 Depots ist einzigartig und wir grenzen uns damit von Performanceprojekten oder Depotcontests anderer Institutionen ab. Diese haben eher den Charakter eines Börsenspiels und müssen mit der realen Vermögensverwaltung eines Anbieters nicht identisch sein“ betont Jürgen Lampe, Vorstand der firstfive AG.

In der 12 Monatswertung hatte die Raiffeisen Kapitalanlage deutlich die Nase vorn. Zwei erste Plätze in der konservativen und moderat dynamischen Risikoklasse und ein 5. Platz in der dynamischen Klasse reichten den Wienern für den Sieg in dieser Wertungskategorie. Neben einem Rohstofffonds lieferten die hauseigenen VIP-Fonds die entscheidenden Performancebeiträge für die Siegerdepots. Das dynamisch ausgerichtete Portfolio ist dagegen breiter diversifiziert und in Fonds mit Nachhaltigkeitskriterien investiert. Mit der Hypo Tirol Bank AG aus Innsbruck belegt eine weitere österreichische Adresse Rang zwei. Auf den dritten Platz landet LIQID Asset Management GmbH aus Berlin mit ihrem Angebot des Vermögensmanagements auf digitaler Basis.

### Ergebnisübersicht – 60 Monate

1.: ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt a.M. [100,00 Pkt.]
2.: M.M. Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Hamburg [86,66 Pkt.]
3.: DJE Kapital AG., Pullach [83,33 Pkt.]
4.: LIQID Asset Management GmbH, Berlin [79,57 Pkt.]
5.: Bethmann Bank AG, Frankfurt/Main [76,02 Pkt.]

### Ergebnisübersicht – 12 Monate

1.: Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Wien [98,57 Pkt.]
2.: Hypo Tirol Bank AG, Innsbruck. [89,84 Pkt.]
3.: LIQID Asset Management GmbH, Berlin [85,20 Pkt.]
4.: ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt/Main [84,42 Pkt.]
5.: Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Frankfurt/Main [80,49 Pkt.]

firstfive-Sieger

## FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 31.12.2021) 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.	9.22%	2.37	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: individuelles internationales Renditedepot
2.	8.47%	2.17	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International I
3.	8.08%	2.53	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50
4.	7.05%	2.06	Raiffeisen Vermögensverwaltung, Wien Strategie: VIPclassic 35 Einzeltitel
5.	7.04%	2.32	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Konservativ Weltweit

12 Monate, Risikoklasse: ausgewogen			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	17.59%	2.64	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Value balanced
2.	17.22%	2.61	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International II
3.	16.11%	2.56	Rhein Asset Management, Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: Balanced Weltweit
4.	15.34%	3.05	HUBER, REUSS & KOLL. Vermögensverw. GmbH, München Strategie: HRK-Strategie risikoorientiert
5.	13.02%	3.24	Hypo Vermögensmanagement, Innsbruck Strategie: HVM Exklusiv Ausgewogen

12 Monate, Risikoklasse: dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	32.79%	2.71	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity I
2.	31.77%	2.91	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Moderat Dynamisch Total Return
3.	28.78%	2.79	Bethmann Bank AG, Frankfurt Strategie: Wachstum
4.	25.53%	2.48	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Frankfurt am Main Strategie: Aktien International
5.	24.43%	3.02	Donner & Reuschel AG, Hamburg Strategie: Aktien weltweit

12 Monate, Risikoklasse: moderat dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	22.61%	2.77	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: dynamisch
2.	22.57%	3.10	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: Marktneutral
3.	21.20%	2.41	Donner & Reuschel AG, Hamburg Strategie: Aktienmandat Weltweit
4.	21.12%	3.54	Hypo Vermögensmanagement, Innsbruck Strategie: HVM Exklusiv Dynamisch
5.	19.68%	2.66	BPM - Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin Strategie: ausgewogen II

5 Jahre, Risikoklasse: konservativ			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	31.72%	0.94	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50
2.	30.49%	1.09	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: individuelles internationales Renditedepot
3.	27.29%	0.81	HUBER, REUSS & KOLL. Vermögensverw. GmbH, München Strategie: Renten Spezialmandat
4.	25.17%	0.87	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International I
5.	22.50%	0.86	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Konservativ Weltweit

5 Jahre, Risikoklasse: dynamisch			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	93.08%	1.16	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Int. Aktiendepot
2.	72.93%	0.92	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Growth Weltweit
3.	63.79%	0.76	Rhein Asset Management, Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: RAM Global dynamisch
4.	59.82%	0.98	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: dynamisch
5.	59.32%	0.98	Hypo Vermögensmanagement, Innsbruck Strategie: HVM Exklusiv Dynamisch