



Reicht der künstliche IQ schon  
für die Vermögensverwaltung?

## Maschinelles Lernen - Chancen und Fallstricke

- Fintechtrends und Haftungsdächer
- Intelligente Risikoreduktion

## Künstliche Intelligenz

# MASCHINELLES LERNEN – CHANCEN UND FALLSTRICKE

-----  
Eine kurze Bestandsaufnahme zum maschinellen Lernen in der Geldanlage auf Basis eines Überblicks von Mike Chen und Weili Zhou  
-----

**K**ünstliche Intelligenz wird zunehmend auch in der Vermögensverwaltung eingesetzt. Worin unterscheidet sich dieses Anwendungsfeld von anderen? Was ist bei KI anders als bei klassischen statistischen Modellen? Was sind die Stärken, was die Schwächen von KI? Wo lauern Fallstricke für Anwender am Finanzmarkt? Auskunft darüber gibt das vom CFA Institute herausgegebene und online zugängliche „Handbook of Artificial Intelligence and Big Data Applications in Investments“ in vier Kapiteln (siehe Studienseite dieser PB-Ausgabe). Wir beschränken uns im Folgenden auf Maschinelles Lernen (ML) und den ersten Artikel dieses Handbuchs („On Machine Learning Applications in Investments“; Link ganz unten). Dieser von Mike Chen und Weili Zhou (beide Robeco) verfasste Beitrag präsentiert grundlegende Einsichten zum maschinellen Lernen in der Vermögensverwaltung. Ergänzend hinzu ziehen wir den Artikel „Can Machines ‚Learn‘ Finance?“ von Ronen Israel, Bryan T. Kelly und Tobias J. Koskowitz (AQR Capital Management; Link ganz unten).

## 1. Unterschiede zu herkömmlichen Methoden

Zwar gibt es keine klare Grenzlinie zwischen herkömmlichen statistischen Verfahren und Konzepten des maschinellen Lernens. Dennoch bestehen Unterschiede in der Geeignetheit für bestimmte Aufgaben. Drei häufig genannte wesentliche Vorteile von ML gegenüber dem „klassischen“ linearen Modell sind: Die Möglichkeit, umfassend Interaktionen zwischen Variablen sowie nichtlineare Abhängigkeiten zu erfassen und die Fähigkeit zur Entdeckung neuer

## INHALT

- 01 Maschinelles Lernen – Chancen und Fallstricke**  
Titel
- 09 „Kunden bis zu 5 Millionen Euro Anlagekapital werden eine rein digitale Welt erleben“**  
Gespräch mit Stefan Schmitt, Inno Invest, über Trends bei Fintechs, den Einsatz von KI und digitale Haftungsdächer
- 13 Haftungsdächer und vertraglich gebundene Vermittler bei Wertpapierinstituten**  
Jürgen App, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft App Audit GmbH, über Chancen und Risiken des Haftungsdachmodells
- 15 Investments in Künstliche Intelligenz und Risikomanagement kombinieren**  
Christian Hintz und Tilmann Speck, Portfoliomanager des „AI Leaders“, über Künstliche Intelligenz zur Steuerung der Investition in Künstliche Intelligenz.
- 18 Bitcoin – das perfekte Geld?**  
Thomas Ullmann, Dietrich & Richter Private Asset Management AG, über die Chancen der digitalen Währung Bitcoin
- 20 Für Strategen gibt es keinen falschen Einstiegszeitpunkt**  
Sebastian Baer, Patrizia, über Sachwerte als Stabilisatoren von Portfolios in der ganz langen Frist
- 22 Investments mit Intelligenz absichern**  
Sebastian Okada, Corporate Trust – Business Risk & Crisis Management GmbH, über Intelligenz als Instrument der Risikoreduktion von Investitionen.
- 25 Zwischen Zwang der Regulatorik und Chancen der Volatilität**  
Vermögensverwalter-Befragung 2023 des Instituts für Vermögensverwaltung der TU Aschaffenburg
- 27 KI: Die Angst, etwas zu verpassen**  
Neue Studien
- 31 firstfive – Topranking**  
Die besten Vermögensverwaltungen



# HAFTUNGSDACH



Das innovativste Haftungsdach für Ihre Selbstständigkeit im Private Banking.

[INNO-HAFTUNGSDACH.DE](https://www.inno-haftungsdach.de)



Zusammenhänge durch Analyse großer Datenmengen.

## Interaktionseffekte

Klassische lineare Modelle setzen eine gewisse Unabhängigkeit der erklärenden Faktoren einer Größe (z.B. Rendite) untereinander voraus. Das ist bei Vorliegen eines Interaktionseffekts anders. In diesem Fall ist die Wirkung eines erklärenden Faktors A z.B. auf die Rendite vom Verhalten eines anderen erklärenden Faktors B abhängig. Zwar können Interaktionseffekte auch mit dem „klassischen“ Regressionsmodell abgebildet werden, aber geeignete ML-Ansätze tun dies aufgrund ihrer Flexibilität automatisch und in Bezug auf eine größere Zahl von Inputs.

## Nichtlineare Effekte

Klassische statistische Verfahren modellieren lineare Zusammenhänge. Häufig sind Zusammenhänge in der Finanzwelt aber nichtlinear. Viele ML-Algorithmen, etwa neuronale Netze, können jedoch auch nichtlineare Zusammenhänge abbilden.

Studien finden, dass ein großer Teil der Outperformance von ML gegenüber klassischen Verfahren auf Interaktionseffekte zurückzuführen ist. Demnach ist ML besonders darin gut, komplexe Interaktionen abzubilden. Studien berichten auch von positiven Performance-Beiträgen nichtlinearer Effekte, jedoch wird dieser Befund nicht von allen geteilt.

## Neue Zusammenhänge durch Daten-Mining

Mit hohen Erwartungen verbunden ist Data-Mining zur Entdeckung neuer, bisher unbekannter Zusammenhänge auf der Basis sehr großer Datenmengen. Das gilt vor allem für die Erschließung neuer qualitativer Datentypen (Texte usw.) und neuer Datenquellen (Soziale Medien) für die quantitative Analyse im Finanzbereich, weil hier oft noch keine feste Vorstellung darüber herrscht, welche Zusammenhänge für die Performance von Bedeutung sind. Allerdings kann Data-Mining zu Problemen (Reproduzierbarkeit / Overfitting) führen, worauf wir weiter unten eingehen.

### 3. Herausforderungen der Anwendung von ML im Finanzbereich

Finanzmärkte unterscheiden sich von den meisten ursprünglichen Anwendungsdomänen der Künstlichen Intelligenz in mancherlei Hinsicht. Das könne sich, so Chen und Zhou, auf die KI-Anwendung im Finanzbereich effizienzmindern auswirken. Sie sprechen in diesem Kontext drei Herausforderungen an: Erstens: hohe Unbestimmtheit und Komplexität von Finanzdaten; zweitens ein Finanzmarkt-Datenvolumen weit unter dem „üblichen“ Big-Data-Niveau; drittens die adaptiv-reflexive, historische Natur der Finanzmärkte.

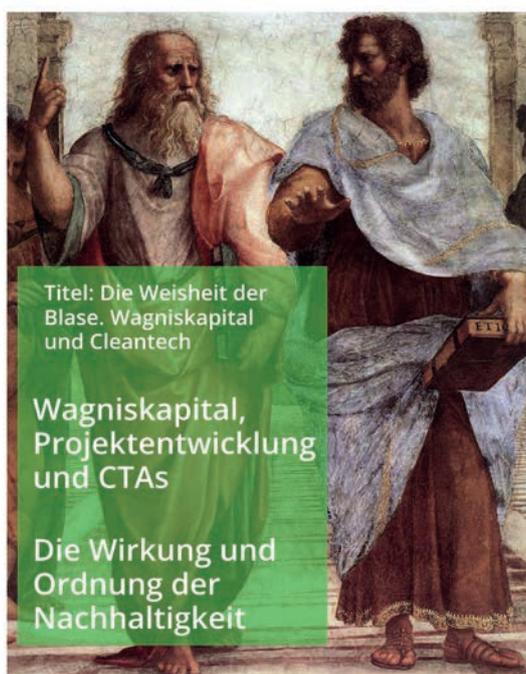
#### Geringes Signal-Rausch-Verhältnis

Finanzdaten haben ein deutlich niedrigeres Signal-Rausch-Verhältnis (signal-to-noise-ratio) als in den meisten anderen Domänen, in denen KI ein-

gesetzt wird. Chen und Zhou geben allerdings keine formale Definition dieses nachrichtentechnischen Begriffs an. In der Finanzliteratur findet sich aber der Vorschlag, die signal-to-noise-ratio als Sharpe Ratio zu deuten (Signal: Mehrrendite über dem sicheren Zins; Noise: Volatilität). Was besagt nun ein geringes Signal-Rausch-Verhältnis? Gemeint ist damit die im Vergleich zu anderen KI-Anwendungen geringe Prognostizierbarkeit der Zielgrößen, hier der zukünftigen Renditen. Das erschwere es bei gleichzeitig sehr hoher Komplexität der Finanzmärkte auch für ML-Ansätze, die Zusammenhänge der Renditetreiber richtig zu „entziffern“.

#### Small Data vs. Big Data

ML ist vor allem in Domänen mit riesige Datenmengen überlegen. Von einem komplexen Finanzmarkt mit geringem Signal-Rausch-Verhältnis wür-



Die Frontpage der letzten Private Banker Ausgabe 02/2023. Links die Frontpage mit niedrigem Signal-Rausch-Verhältnis. Das entspricht vielleicht den Verhältnissen auf manchen Finanzmärkten. Rechts die Frontpage mit hohem Signal-Rausch-Verhältnis, wie es für viele KI-Anwendungs-Domänen typisch ist, aber nicht für Finanzmärkte.

de man Big-Data-Mengen erwarten. Das sei aber, so Chen und Zhou, nicht der Fall. Die Anzahl der quantitativen Beobachtungen sei im Finanzbereich in der Regel vergleichsweise gering. Chen und Zhou schätzen die Anzahl der monatlichen Datenpunkte für Wertpapiere auf vielleicht etwas über 1000. In anderen Bereichen verarbeite KI aber Milliarden oder Billionen von Datenpunkten. Insofern sei der Finanzmarkt eher ein „Small Data“-Bereich. Das ändere sich auch nicht massiv durch neue Datenquellen wie soziale Medien. Weil die Leistungsfähigkeit von ML entscheidend von Big Data abhängt, sei aufgrund der relativ geringen Datenmenge an Finanzmärkten auch eher mit Problemen etwa im Zusammenhang mit Overfitting (s.u.) zu rechnen. Daran könne auch ein elaborierter Algorithmus wenig ändern.

## Stationäre vs. adaptive Märkte

In den angestammten ML-Domänen werden in der Regel statische Systeme betrachtet, die sich in ihren wesentlichen Eigenschaften nicht ändern. Finanzmärkte sind aber keine statischen Gleichgewichtssysteme, vielmehr wandeln sie sich in der Zeit und passen sich veränderten Bedingungen und Möglichkeiten an. Regeln und Strukturen am Markt verändern sich auch im Hinblick auf die Ertragsfaktoren. Das kann aber schnell dazu führen, dass Marktausschnitte, an denen KI trainiert werden, keine ausreichend lange Geschichte haben oder strukturelle Neuerungen nicht erfassen können.

## 2. Probleme und Fallen bei ML

Die eben genannten Herausforderungen verschärfen eine Reihe von Problemen, die bei AI- bzw. ML-Anwendungen regelmäßig auftreten. Chen und Zhou benennen fünf weit verbreitete „Fallen“, die Anwender von ML im Finanzbereich kennen sollten: Overfitting; Nicht-Replizierbarkeit; Vorausschau-Bias u. (ML-)Datenleck; Implementierungslücke; Zurechnungsprobleme.

### Overfitting

Die Small-Data-Konstellation und die häufig relativ kurzen Zeitreihen von Finanzdaten führen gerade bei vielen Input-Merkmalen schnell zu

„Overfitting“. Overfitting entsteht, wenn das generierte Modell (z.B. Kurvenverlauf) zu stark an die Daten eines bestimmten Samples (zugrunde gelegter Datenausschnitt) angepasst wird. Wendet man das Modell dann auf ein anderes Sample an, erweist es sich relativ zu diesem als sehr schlecht angepasst. Um dem entgegenzuwirken gibt es verschiedene Strategien. Eine ist Anwendung von menschlicher Intuition und ökonomischer Sachkenntnis, indem Experten prüfen, ob die ML-Ergebnisse ökonomisch überhaupt Sinn machen.

### Replizierbarkeit

Ein Problem der Wissenschaft, der Finanzwissenschaft, aber besonders eben auch von ML ist die Replizierbarkeit von Ergebnissen (vgl. unsere Studienseite in dieser Ausgabe zur Replikationskrise in der Finanzmarktforschung). Nicht-Replizierbarkeit – Ergebnisse können durch Andere (Forscher, Anwender usw.) nicht bestätigt werden – ist bei ML-Anwendungen gerade im Finanzbereich häufig zu beobachten. Gründe sind u.a.: die Vielzahl der berücksichtigten Variablen; Verwendung von online verfügbaren Fertig-Algorithmen ohne Kenntnis der Versionen; Implementierung ein und desselben Algorithmus in verschiedener Weise.

Auch für Replikationsprobleme wurden Gegenmittel erdacht, die sind aber mit erheblichem zusätzlichem Aufwand der Spezifizierung, der Explikation und auch der Dokumentation verbunden.

### Verzerrte Vorausschau, ML-Datenleck

Ein weiteres Problem sind Informationen, die in einer Anwendung vordatiert werden. Von einem Lookahead Bias spricht man, wenn eine Information auf einen Zeitpunkt vorverlegt wird, zu dem sie noch gar nicht verfügbar war. Wenn z.B. Quartalszahlen erst 40 Tage nach Quartalsende veröffentlicht wurden, dürfen sie in einer Zeitreihe nicht schon dem Quartalsende zugeordnet werden. Bei einem ML-„Datenleck“ (Data Leakage) werden Daten oder Merkmale für das Training eines ML-Algorithmus verwendet, die erst noch prognostiziert werden sollen. Das hat zur Folge, dass die Prognosegüte eines Modells überschätzt wird. Auch hier gibt es Techniken, um dem gegenzusteuern.

## Implementierungslücke

Eine Implementierungslücke (implementation gap) ergibt sich, wenn ML im Backtest eine Investition selektiert, die sich aber in der Praxis nicht umsetzen lässt. Ein Beispiel wäre, dass sich im Backtest die Investition in Small und Micro Stocks als profitabel erweist, während in der Anlagerealität die Transaktionskosten zu hoch sind oder nicht ausreichend viele Aktien zur Verfügung stehen.

## Erklärbarkeit und Performance-Zurechnung.

Ein Einwand gegen ML im Finanzbereich ist der Black-Box-Charakter. Der beschränkt das Verständnis für die komplexen Zusammenhänge im „Inneren“ der KI. Wenn nun Anleger wissen wollen, was den Erfolg/Misserfolg der KI-gesteuerten Geldanlage ausmacht, können Vermögensverwalter oft keine befriedigende Antwort geben. Eine mögliche Abhilfe sind erklärbare ML-Anwendungen, die für größere Transparenz sorgen.

## 4. Anwendungsbeispiel Aktienkursprognose

Chen und Zhou präsentieren drei Anwendungsbeispiele für ML im Finanzbereich: Die Vorhersage von a) Aktienrenditen; b) Aktiencrashes; c) fundamentalen Variablen im Kontext der Sprachanalyse. Wir beschränken uns auf Fall a).

Studien zur Prognose des Aktienkurses durch ML erbrachten fünf Ergebnisse.

Erstens: ML-Algorithmen performen deutlich besser als traditionelle lineare Ansätze. Eine Studie errechnete für die Aktienprognose durch Neuronale Netze annualisiert eine (out of sample) Sharpe Ratio von 1,35 (Marktkapitalisierung-Gewichtung) bzw. 2,45 (gleichgewichtet). Im linearen Modell (OLS) waren es 0,61 bzw. 0,83.

Zweitens: Treiber der Outperformance sind neben den klassischen linearen Faktoren auch Abhängigkeiten höherer Ordnung wie vor allem Interaktion, aber auch Nichtlinearität.

Drittens: Merkmale mit guter Prognosequalität sind im Wesentlichen invariant gegenüber Änderung des ML-Algorithmus. Faktoren, die nach Untersuchungen von Robeco meist dominieren, sind:

„Short-Term Reversals“, „Stock and Sector Return Momentum“, „Return Volatility“, „Size.“

Viertens: Einfache ML-Algorithmen outperformen kompliziertere ML Algorithmen. Denn aufgrund der kleinen Datenbasis im Finanzbereich ist bei einfachen ML-Algorithmen die Gefahr des Overfittings geringer.

Fünftens: Je mehr Daten verfügbar sind, umso besser performt ML.

## Schluss

Zwei wesentliche Einsichten möchten wir zum Schluss nochmals hervorheben. Erstens: Künstliche Intelligenz und maschinelles Lernen auf dem Finanzmarkt unterscheiden sich von anderen Anwendungsbereichen teilweise deutlich. Eine Differenz ist, dass Finanzmärkte eher „Small-Data“- als „Big-Data“-Domänen sind. Erschwerend kommt die ungeheure Komplexität der sich wandelnden Finanzmärkte hinzu. Beides stellt eine Herausforderung für KI und ML dar.

Daraus folgt zweitens: Die KI des Maschinellen Lernens erfordert gerade im Finanzbereich eine betreuende menschliche (Experten-)Intelligenz (MI). KI bringt nur als KIMI-Hybrid maximale Leistung.

Damit stellt sich perspektivisch die spekulative Frage: wird MI im Bereich der Finanzmärkte für KI immer erforderlich sein, oder wird auch der bislang erforderliche MI-Anteil durch KI ersetzt (KIKI)?

Wie auch immer die Antwort auf diese Frage ausfällt, in einer Hinsicht dürfte sie ohne Bedeutung sein. Finanzmärkte sind Interaktionssysteme mit taktisch-strategischen Akteuren. Dabei kommt es nicht auf die absolute, sondern auf die relative Intelligenz an. Auch reine KIKI-Anleger würden sich taktisch-strategisch zu den anderen KIKI-Anlegern verhalten. Dass es in der Welt der Halbgötter (KIKI) nicht unbedingt anders hergeht als in der Menschenwelt (MI), wussten bereits die alten Griechen.

---

[Link zur Studie: On Machine Learning Applications in Investments](#)

---

[Link zur Studie: Can Machines „Learn“ Finance?](#)

---

Ein offensiver Baustein für das Stiftungsvermögen

Wikifolio Zertifikat

+ 717 %

Performance 10 Jahre

(Durchschnittliche Performance pro Jahr: 22,6 %)

Management: Dr. Elmar Peine

DAIS POLIT  
BÜRO

Zu Risiken und Nebenwirkungen lesen Sie die Details und fragen Sie Ihren Stiftungsberater.

## Digitale Vermögensverwaltung

# „KUNDEN BIS ZU 5 MILLIONEN EURO ANLAGEKAPITAL WERDEN EINE REIN DIGITALE WELT ERLEBEN“

Die Darmstädter Inno Invest ist Vorreiter der Digitalisierung in der Vermögensverwaltung. Ge- gründet wurde das Unternehmen 2014 noch als klassischer unabhängiger Vermögensverwalter. Bald verschrieb man sich jedoch konsequent der Rundum-Digitalisierung der Vermögensver- waltung, Inno Invest wurde zu einem Robo Advisor entwickelt. Seit 2021 bietet man zudem ein digitalisiertes Haftungsdach an und seit 2023 einen Maklerpool. Der Private Banker sprach mit Stefan Schmitt, Geschäftsführer von Inno Invest, über Entwicklungstrends auf dem Markt für Robo-Advisor, über Künstliche Intelligenz in der Geldanlage und über digitale Haftungsdächer.

### Private Banker: Herr Schmitt, wie ist derzeit die Lage am deutschen Markt für Robo-Advisor?

Stefan Schmitt: In Deutschland ist der Markt für Robo-Advisor derzeit herausfordernd. Die digita- le Vermögensverwaltung tut sich bei unsicherer Marktlage generell schwer. Und die Marktlage, die wir seit einigen Jahren haben, ist sehr unsicher. Co- rona, der unerwartet starke Anstieg der Inflation, die Zinsen sowie der Krieg in der Ukraine – um nur einige Gründe der Unsicherheit in den letzten Jah- ren zu nennen. Viele Kunden bleiben in so einem Umfeld lieber beim Gewohnten, und das sind eben die traditionellen Lösungen. Digitalaffine Kunden- segmente sind zwar weiterhin stark interessiert, aber die Nachfrage in der Breite hat an Kraft doch verloren.

### Private Banker: Wie wird sich der Markt der Robo-Advisor in Zukunft entwickeln?

Stefan Schmitt: Da muss ich zunächst ein wenig ausholen: Klassische Robo-Advisor hatten zwi- schen 2014 und 2019 in Deutschland einen Hype. Auch große Häuser stiegen in dieser Zeit mit eigenen Angeboten ein. In den letzten Jahren hat jedoch, wie gesagt, die Dynamik nachgelassen. Aktuell schließen etablierte Häuser eher wieder den digitale Vertriebsweg, weil die Erwartungshal- tungen zu hoch waren. Wir rechnen zudem damit, dass sich der Robo-Advisor-Markt in Deutschland in den kommenden drei bis fünf Jahren eher noch weiter konsolidieren wird. Traditionelle Anbieter



Stefan Schmitt, Geschäftsführer des Darmstädter Fintechs Inno Invest

wie Volksbanken, Sparkassen und Privatbanken stehen unter starkem Druck durch das Internet. Und der nimmt nicht ab, sondern weiter zu. Auch große Anbieter werden sich vom Robo-Advisor ab- wenden, wenn hochgesteckte Ziele etwa in puncto Kundenakquise nicht erreicht werden oder von einem neuen CEO andere Schwerpunkte verordnet

werden. Wir gehen davon aus, dass die Zahl der Anbieter, die derzeit in Deutschland bei rund 40 liegt, in den nächsten drei bis fünf Jahren sich auf vielleicht 15 reduzieren wird. Das wird jedoch nicht so bleiben. Das Potential für unabhängige Robo-Advisor ist groß. Und die Entwicklung in den USA, wo man schon viel weiter ist, wird sich auch bei uns vollziehen, wenn auch mit einer Verzögerung von vielleicht 10 Jahren. Zu den dann am Markt agierenden Robo-Advisor wird auch die INNO INVEST gehören.

## Private Banker: Welche Assetklassen und Strategien bieten Robo-Advisor derzeit überhaupt an?

Stefan Schmitt: Die meisten Robo-Advisor sind stark standardisiert und eher digitale Vertriebswege als echte Robo-Advisor.

Sie bieten überwiegend ETFs unterschiedlicher Coleur an, also passiv gemangte Vehikel, die vor allem Aktien- und Anleihenmärkte abbilden. Jenseits dieser standardisierten ETF-Palette wird das Angebot jedoch dünn. Schon die Umsetzung von Nachhaltigkeit durch einen Robo-Advisor ohne klassische Beratung ist eine große Herausforderung und

Sache von wenigen Spezialanbietern. Alternative Anlagen sind derzeit gleichfalls nicht gängig.

## Private Banker: Das bedeutet also, dass Robo-Advisor bisher weitgehend passiv anlegen. Wie sieht es denn mit aktiveren Strategien aus?

Stefan Schmitt: Wie gesagt, da ist das Angebot in Deutschland nicht sehr groß. INNO INVEST ist einer der wenigen, die auch aktive Strategien anbieten. Neben unseren insgesamt 6 ETF-Strategien können Kunden bei uns zwischen 4 aktiv gemangten Aktien-Strategien wählen. Umgesetzt werden dabei systematische „Value-“ und „Growth-“ Strategien sowie ein Stock-Picking-Ansatz, um von Gelegenheiten am Markt profitieren zu können. Bei unseren beiden Strategien „US-Tech-Aktien“ und „Aktien Global“ handelt es sich um reine Aktien-Portfolios, die gegebe-

nenfalls auch in Cash umschichten können. Mit „Vertu Plus light“ und „Vertu Plus“ bieten wir aktienbasierte Misch- bzw. Multi-Asset Portfolios an. Dabei wird ein so genannter Multi-Strategie-Ansatz innerhalb einer einzigen Asset Allokation verfolgt. Dies bietet uns eine sehr flexible und umsichtige Handhabe.

## Private Banker: Bei anspruchsvollen Strategien, die Informationsvorteile in Mehrerträge ummünzen wollen, denkt man heute natürlich an KI. Wie verbreitet ist Robo-Advisor-KI überhaupt?

Stefan Schmitt: Bisher ist KI noch eine Nischenangelegenheit. In Deutschland gibt es meines Wissens aktuell drei Anbieter von KI-Lösungen im Bereich der digitalen Geldanlage. Aber davon

offerieren zwei einen Ansatz, der KI mit Portfoliomanagement durch Menschen kombiniert. Nur ein Anbieter stellt eine reine KI-Strategie zur Verfügung. Und das ist INNO INVEST. In Rahmen unserer EUSQuant-Strategie entscheiden Algorithmen, in welche Aktien und ETFs und zu welchem Zeitpunkt investiert wird. Die Umsetzung

der Signale zur Asset Allocation und die Platzierung der Trades an den Börsen erfolgt dann in Rekordschnelle und vollautomatisiert über unsere Wealthtech-Plattform. Dieses Angebot, also vollautomatisiertes Robo-Advisory, gibt es in dieser Form in Deutschland, und wahrscheinlich in ganz Europa, bis heute so noch nicht.

## Private Banker: Welche Methoden der KI setzen Sie da ein, und wie hat man sich das KI-Management vorzustellen?

Stefan Schmitt: Hier spielt „Machine Learning“, also selbständig lernende KI, eine zentrale Rolle, die riesige Datenmengen – Stichwort: Big Data – verarbeitet. Unsere KI kann pro Tag 30.000 Signale generieren, die für Kauf/Verkauf-Entscheidungen in Frage kommen. Die allermeisten führen nicht zu Handelsentscheidungen. Die KI bietet allerdings

Nur ein Anbieter stellt eine reine KI-Strategie zur Verfügung. Und das ist INNO INVEST.

täglich 10-30 Signale an, die sorgfältig analysiert und automatisch als Trades an der Börse platziert werden. Schlussendlich führen ca. 3 bis 5 Signale zu einem Kauf oder Verkauf. Voraussetzung dafür ist ein „Tradeable Effect“, d.h. eine statistisch signifikante, ökonomisch erklärbare Preisanomalie. Die KI errechnet, kontrolliert und managt das alles völlig eigenständig.

**Private Banker: Was kann die KI derzeit besser als der Mensch, wo sind die Schwächen?**

Stefan Schmitt: Wir beobachten, dass KI in fallenden Märkten sehr gut ist und schnell die Richtung erkennt. Das kann sie besser als der Mensch. In steigenden Märkten agiert die KI zu vorsichtig und hinkt manchmal unserem menschlichen Portfoliomanagement noch hinterher. Hier ist menschliche Expertise in Kombination mit Bauchentscheidungen noch besser. Diese Asymmetrie war im letzten Jahr sehr von Vorteil. 2022 hat unser KI-Roboter mit einer Jahresperformance von -2,81 Prozent (nach Ordergebühren) relativ zum Markt sehr gut abgeschnitten. Denn der Markt verlor in diesem Jahr in Größenbereichen zwischen 10 bis 12 Prozent.

**Private Banker: Gibt es eigentlich regulatorische Schranken für KI?**

Stefan Schmitt: KI ersetzt Menschen, z.B. beim Research, bei der Order, der Compliance usw. Die Regulation von KI ist daher eine sehr vielschichtige Angelegenheit. Hier spielen dann etwa auch ethische Fragen eine Rolle. So sollte KI beispielsweise nicht diskriminieren. Die Entscheidungen der Algorithmen sollten trotz hoher Komplexität aber auch noch für Dritte – also für Menschen – nachvollziehbar sein. Es ist klar, dass KI, die sich ja beständig weiterentwickelt, für die Regulierung eine große Herausforderung darstellt. Wobei im Hintergrund immer noch Menschen als letzte

Interventions-Instanz sitzen. Das fordert im Übrigen auch die BaFin. Es muss möglich sein, dass der Mensch im Notfall wirksam eingreifen kann. Das ist ähnlich wie bei einem autonom fahrenden Auto, bei dem der Mensch noch am Lenkrad sitzt, um gegebenenfalls einspringen zu können.

**Private Banker: Als eine Gefahr der KI wird ja häufig die Umkehrung der Herrschaft genannt: Nicht der Mensch kontrolliert die KI, sondern die KI den Menschen.**

Stefan Schmitt: In der Übertreibung liegt manchmal ein wenig Wahrheit. Aber solche Ängste sind unbegründet. Das wird so schnell nicht kommen.

Wir haben immer noch die Möglichkeit, den Aus-Knopf zu drücken. Das sind Phantasien, die werden auch 2050 nicht real werden, vielleicht 2150, aber wer weiß das schon. Aber KI ist gesellschaftlich neu, und auf Neues reagiert man eben eher zögerlich oder zurückhaltend.

**Private Banker: Der Markt der unabhängigen Vermögensverwalter in Deutschland wird nicht nur von**

**Technologie getrieben, sondern auch vom Generationenwechsel. Sehen Sie da einen Zusammenhang?**

Stefan Schmitt: Ja, durchaus. Viele unabhängige Vermögensverwalter kommen nun in ein Alter, in dem sie sich konkrete Gedanken machen müssen, was mit ihrem Unternehmen nach ihrem Rückzug geschieht. Es gibt verschiedene Optionen, aber viele wollen verkaufen. Das Problem dabei ist nur: häufig überschätzen sie den Wert ihres Unternehmens. Sie orientieren sich an ihrem verwalteten Vermögen, sagen wir z.B. an 600 Mio. Euro. Aber sie haben meist nicht ausreichend in Digitalisierung und IT-Struktur, in die Modernisierung der Prozesse, in Marketing und nicht einmal in die eigene Nachfolgeplanung investiert. Ihnen fehlt schlicht die USP. Die Folge: den Preis, den sie sich für 600 Mio. AuM vorstellen, ist viel zu hoch. Hier

Unsere KI kann pro Tag 30.000 Signale generieren, die für Kauf/Verkauf-Entscheidungen in Frage kommen.

kommt dann die Differenz bei der Technologie-Wertschätzung der älteren und der jüngeren Generationen zum Ausdruck. Der Vermögensverwalter-Markt wird sich auch darüber konsolidieren, d.h. wegen der Schwäche, den Wert des Digitalen unterschätzt zu haben.

**Private Banker: Eine Möglichkeit für Vermögensverwalter, die den gesamten rechtlichen Umfang nicht stemmen wollen oder können, ist ein Haftungsdach. Sie bieten seit 2020 ein digitales Haftungsdach an. Ist die Zukunft auch hier digital?**

Stefan Schmitt: Die allermeisten Haftungsdächer beruhen nach wie vor noch weitgehend auf traditionellen Prozessen. Zugleich spürt der Bankensektor den Druck der Digitalisierung, er verliert darüber Beschäftigte und Kunden. INNO INVEST ist in dieser noch traditionell geprägten Landschaft derzeit der einzige Anbieter, der ein Haftungsdach im vollen Lizenzumfang und gleichzeitig eine vollumfängliche WealthTech-Plattform für die nahtlose Umsetzung des Digitalen Private Bankings anbietet. 100 Prozent der Prozesse sind online und cloud-basiert. Sie können volldigital oder hybrid angewendet werden. Unser Angebot richtet sich dabei auf keinen Fall nur an Fintechs, sondern gleichzeitig an klassische Vermögensverwalter und Anlageberater, die keine BaFin-Lizenz anstreben.

Um auf ihre Frage zurückzukommen: Ja, wir gehen in der Tat davon aus, dass digitalen Haftungsdächern die Zukunft gehört. Dafür sprechen auch die Zahlen: Unser Haftungsdach hat dieses Geschäftsjahr rund 30 Prozent Wachstum, das ist weit überproportional.

**Private Banker: Begeben sich Vermögensverwalter, die unabhängig werden, mit einem Haftungsdach nicht in neue Abhängigkeiten, egal ob „analog“ oder digital?**

Stefan Schmitt: Was heißt überhaupt Abhängigkeit? Zunächst wechseln z.B. ehemalige Bankmitarbeiter, die sich für ein Haftungsdach entscheiden, von einem Angestellten-Verhältnis in ein Selbständigen-Verhältnis. Das ist ein Schritt in die Unabhängigkeit. Aber auch die Selbstständigkeit ist reguliert: Es gibt aufsichtsrechtliche Leitplanken und diese Regeln des Spiels werden von der BaFin überwacht. Insofern besteht Abhängigkeit. Und die gilt auch für Haftungsdächer. Allerdings gibt es im Rahmen unterschiedlicher Haftungsdächer unterschiedliche Freiräume und Beschränkungen. Die hängen auch oder gerade von der technologischen Basis eines Haftungsdachs ab. Gerade traditionelle Haftungsdächer

pflegen alte Prozeduren, alte Kommunikationsformen usw. Im Laufe der Zeit entsteht eine Abhängigkeit von auslaufenden Technologien und Methoden. Am Ende sind sie auf ein veraltetes Ersatzteillaager angewiesen und kommen nicht mehr davon weg. Ein digitales Haftungsdach, das technologisch up to date ist, kennt diese Einschränkungen nicht.

**Ja, wir gehen in der Tat davon aus, dass digitalen Haftungsdächern die Zukunft gehört.**

**Private Banker: Sie setzten konsequent auf Digitalisierung in allen Ihren Geschäftsfeldern. Wie sieht Vermögensverwaltung in 20 Jahren aus?**

Stefan Schmitt: Kunden bis zu 5 Millionen Euro Anlagekapital werden eine rein digitale Welt erleben.

## Das Haftungsdach-Modell

# HAFTUNGSDÄCHER UND VERTRAGLICH GEBUNDENE VERMITTLER BEI WERTPAPIERINSTITUTEN

Von Jürgen App

## Zusammenwirken von Haftungsdach und vertraglich gebundenen Vermittlern

Das Haftungsdach, auch bekannt als Tied Agent-Modell, ist ein Vertriebsmodell für Finanz- bzw. Wertpapierdienstleistungen. Unter einem Haftungsdach versteht man eine Organisationsstruktur, in der ein unabhängiger Finanzberater als sog. tied agent bzw. vertraglich gebundener Vermittler (vgV) mit einem Haftungsdach im Hinblick auf den Produktvertrieb verbunden ist. Der vgV ist nicht angestellt, sondern arbeitet auf selbständiger Basis.

Das Haftungsdach-Modell hat den Vorteil, dass der vgV ohne eine eigene aufsichtsrechtliche Erlaubnis von dem aufsichtsrechtlichen Status, der Infrastruktur und dem Support des Haftungsdaeches profitieren kann. Er hat Zugang zu Schulungen, Produkten und Kundendaten und kann ggf. auch die Marke des Haftungsdaeches nutzen. Gleichzeitig bleibt er jedoch rechtlich weitgehend eigenständig und unabhängig in seiner Beratungstätigkeit.

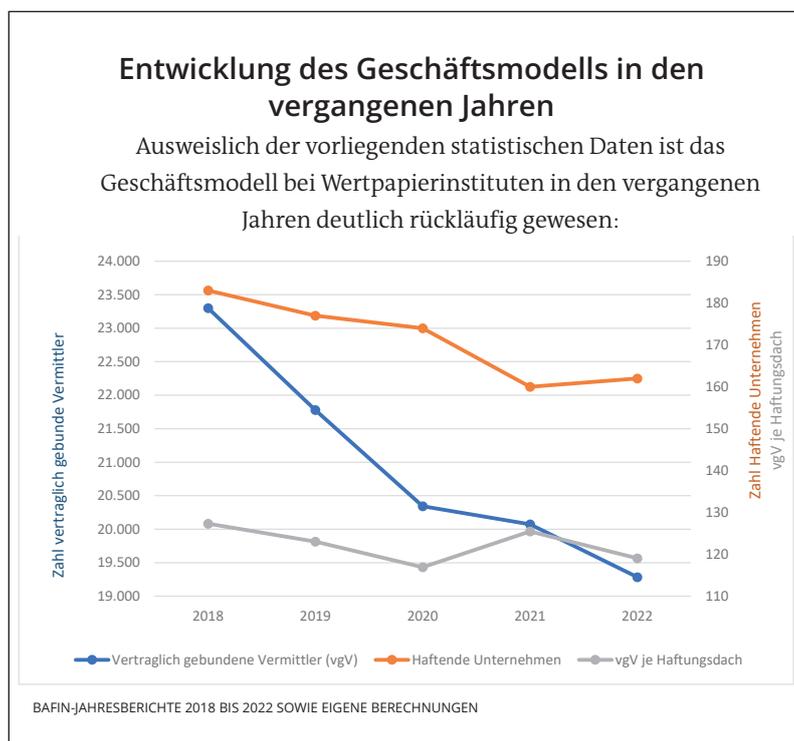
Für das Haftungsdach bietet das Modell den Vorteil, über eine Umsatzbeteiligung Erträge zu generieren, seinen Vertrieb auszubauen und/oder mehr Berater bzw. Vermittler für den Vertrieb seiner Produkte zu gewinnen.

Sowohl bei Haftungsdaechern als auch bei vgVs ist insgesamt von 2018 bis 2022 ein signifikanter Trend des Rückgangs der Marktteilnehmer festzustellen; lediglich in 2022 hat sich die Zahl der Haftungsdaecher im Vergleich zum Vorjahr erstmals wieder minimal erhöht. Die Zahl der Haftungsdaecher hat sich im Zeitraum von 2018 bis 2022 von 183 auf 162, die der vgVs von 23.300 auf 19.285 reduziert. Die durchschnittliche Zahl der vgV je Haftungsdach hat sich im gleichen Zeitraum von 127 auf 119 reduziert. Zu beachten ist allerdings, dass der Großteil der vgV bei wenigen

großen Haftungsdaechern angesiedelt ist. Grund für den tendenziellen Rückgang des Geschäftsmodells dürften unter anderem die erhöhten regulatorischen Anforderungen sein. Allerdings bestehen auch Gegenbewegungen, z.B. dadurch, dass in Folge des Brexits Vertriebe mit UK-Hintergrund in Deutschland über ein Haftungsdach organisiert wurden.

## Risiken für Haftungsdaecher und vgVs

Im Haftungsdach-Modell bestehen einige Herausforderungen und Risiken. Zum einen besteht die Gefahr von Interessenkonflikten. Die vgV sind ggf. in ihrem Produktspektrum eingeschränkt. Ein weiteres Risiko besteht in der Haftung des vgV. Da er juristisch eigenständig ist, haftet er ggf. auch für Beratungsfehler. Dies kann zu Schadenersatzforderungen führen. Daher ist es wichtig, dass der vgV



über ausreichende Versicherungen verfügt und dass auch das Haftungsdach angemessene Vorkehrungen trifft, um das Risiko zu begrenzen.

Für das Haftungsdach bestehen daneben vor allem aufsichtsrechtliche Risiken, die zu Reputationsrisiken und Gefährdung des aufsichtsrechtlichen Status führen und ggf. ebenfalls auch in zivilrechtliche Risiken (Schadenersatzforderungen) münden können. Für eine effektive Kontrolle sind auskömmliche Ergebnis-Margen für das Haftungsdach erforderlich, was vereinzelt, insbesondere bei nachhaltig geringer Umsatztätigkeit der vgV, ein Problem darstellt.

## Erfahrungen aus der Prüfungspraxis

In der Prüfungspraxis ist die aufsichtskonforme Betreuung der vgV durch das jeweilige Haftungsdach ein zwingender Prüfungsbereich, der häufig auch zu Prüfungsfeststellungen führt. Nachfolgend sind einige typische Prüfungsfeststellungen sowohl aus dem Bereich des vgV-Onboarding als auch aus dem laufenden Geschäftsbetrieb aufgeführt:

## Typische Prüfungsfeststellungen vgVs

- Keine oder verspätete Anzeige im vgV-Register der BaFin
- Keine oder verspätete Anzeige im Anlageberater-Register der BaFin
- Defizite bei Vertragsregelungen mit vgV: kein oder verspäteter Vertrag, vereinbartes Aufgabenspektrum entspricht nicht der Realität, aufsichtsrechtliche Anforderungen unzureichend geregelt
- Unzureichende Einbindung in Internes Kontrollsystem des Haftungsdachs – vor-Ort-Prüfungen generell durch BaFin gefordert, je nach Art des Geschäfts in der Praxis jedoch schwierig
- Website-Inhalte des vgV nicht anforderungskonform
  - ◇ vgV-Eigenschaft, Angabe Haftungsdach
  - ◇ Angaben Produktinformationen für an Privatkunden gerichtete Informationen nicht MaComp-konform
- Netto- statt Bruttoverbuchung von Umsätzen beim Haftungsdach



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

## Zusammenfassung

Insgesamt ist das Haftungsdach-Modell ein regulatorisches Modell, mit dem beabsichtigt wird, die Vertriebsmöglichkeiten von Finanzprodukten zu erweitern. Es bietet Vorteile für sowohl die vgV als auch für die Haftungsdächer, birgt aber auch Risiken und Herausforderungen. Das Modell ist in den vergangenen Jahren bei Wertpapierinstituten allerdings von tendenziell rückläufiger Bedeutung.

Eine gute Aufsicht und Kontrolle sowie eine klare Regelung der Haftungsfragen können dazu beitragen, die Nachteile des Modells für alle Beteiligten zu minimieren und auch die Interessen der Kunden zu schützen.

## AI Leaders

# INVESTMENTS IN KÜNSTLICHE INTELLIGENZ UND RISIKOMANAGEMENT KOMBINIEREN

Unternehmen, die Künstliche Intelligenz entwickeln oder diese anwenden, gehören meistens zu den sogenannten Growth-Titeln und sind damit häufig schwankungsanfällig. Durch bestimmte Methoden im Risikomanagement ist es aber möglich, die Faktorprämien von Wachstumswerten einzunehmen, während die Volatilität auf einem gesamtmarktüblichen Niveau gehalten wird.

**G**rowth-Titel sind die Gewinner der Saison. Apple, Nvidia, Salesforce oder auch Oracle performen einmal mehr sehr stark, und vor allem Unternehmen, die sich mit der Künstlichen Intelligenz befassen, stehen im Fokus der Anleger. Das ist kaum ein Wunder. Künstliche Intelligenz (KI) bezieht sich auf die Schaffung von Computerprogrammen oder -systemen, die in der Lage sind, Aufgaben auszuführen, die normalerweise menschliche Intelligenz erfordern würden. Diese Aufgaben können Bereiche wie maschinelles Lernen, Mustererkennung, Sprachverarbeitung, Planung, Entscheidungsfindung, Problemlösung und vieles mehr umfassen. Das gilt über so gut wie alle Wirtschaftsbereiche hinweg als das herausragende Zukunftsthema mit gigantischen Wertschöpfungspotenzialen.

Die Bundesnetzagentur geht auf ihrer Seite zum Beispiel von einer Wertschöpfung von 430 Milliarden Euro bis 2030 allein durch die KI aus, die Marktstudie von Allied Market Research von einer globalen Marktgröße für KI-Technologien von 1,5 Billionen Euro bis 2030. Und die Unternehmensberatung McKinsey stellt heraus: „Generative KI (GenAI) hat das Potenzial, einen jährlichen Produktivitätszuwachs von 2,6 bis 4,4 Billionen US-Dollar zu ermöglichen – Umsatzwachstum durch GenAI für Finanzdienstleistungen, High-Tech, Medien und Biowissenschaften im Branchenvergleich am größten – Steigerung der Arbeitsproduktivität um 0,1 bis 0,6 Prozent pro Jahr möglich.“

## Künstliche Intelligenz als Grundausstattung in jedem zukunftsorientierten Portfolio

Somit ist das Thema auch für Anleger beinahe verpflichtend. Der Fokus auf Anbieter und An-



Christian Hintz (links) und Tilmann Speck sind Portfoliomanager im Expertenteams des „AI Leaders“, einem global investierenden Aktienfonds mit dem Fokus auf Anbieter und Anwender Künstlicher Intelligenz (WKN: A2PF0M / ISIN: DE000A2PF0M4). Sie setzen den „TOPAS“-Algorithmus des Risikomanagers ELAN Capital-Partners ein. Weitere Informationen unter <https://ai-leaders.de>

wender Künstlicher Intelligenz ist kaum noch ein Nischenthema, sondern sollte zur Grundausstattung in jedem zukunftsorientierten Portfolio werden. Das Problem: Diese Unternehmen gehören meistens zu den sogenannten Growth-Titeln und sind damit häufig schwankungsanfällig. Das macht sie gerade für substanzorientierte Anleger und semi-institutionelle Investoren weniger attraktiv: Die Sorge vor der Volatilität schlägt in der Portfoliostrategie die Aussicht auf überdurchschnittliche Gewinne in der Zukunft. Die Lösung lautet daher, Investments in Künstliche Intelligenz und Risikomanagement zu kombinieren. Denn durch bestimmte Methoden im Risikomanagement ist es möglich, dass die Faktorprämien von Wachstumswerten eingenommen werden, während die Volatilität auf einem gesamtmarktüblichen Niveau gehalten wird.

## Strategische Asset Allokation allein garantiert keinen Anlageerfolg

Die Vermögensallokation ist entscheidend. Wie anerkannte wissenschaftliche Studien bele-

gen, hängt die Wertentwicklung eines Portfolios wesentlich von der Allokation auf verschiedene Assetklassen ab. Anders gesagt: Auch eine begründete strategische Anlage kann zu ungünstigen Ergebnissen führen. Die strategische Asset Allokation allein garantiert also keinen Anlageerfolg. Sowohl der jeweilige Investitionszeitpunkt als auch die ungleichmäßige Marktentwicklung generieren sehr unterschiedliche Renditen für ein fixes Investment – trotz gleicher Anlagedauer. Dazu kommt: Aufgrund von wechselnden Marktphasen ist eine statische Asset Allokation selten optimal. Denn während sich die strategische Allokation eines diversifizierten Portfolios an langfristigen Erwartungen orientiert, ändert sich die aktuelle Situation an Finanzmärkten oft unvermittelt.

## Allokation eines Portfolios wird Tag für Tag balanciert

Eine aktive Steuerung der Asset Allokation ist notwendig, um Risiken im Zeitverlauf zu steuern. Mit quantitativen Methoden, modernen Algorithmen und künstlicher Intelligenz lassen sich Risiken und Wechselwirkungen zwischen Finanzmärkten synchron erfassen und finanzmathematisch abschätzen. Die Lösung dafür ist ein wissenschaftlich geprüfter, digitaler Prozess der Risikoüberwachung und Allokationssteuerung. Die Risikomessung dient als Grundlage, während die Identifikation struktureller Veränderungen das Ergebnis dieses Prozesses darstellt. Das Modell „TOPAS“ des Wertpapierinstituts ELAN Capital-Partners GmbH beispielsweise überwacht und steuert das im Vorfeld definierte Risiko-Ertrags-Profil eines Portfolios mit einem innovativen, durch das statistische Beratungslabor des Instituts für Statistik der Universität München evaluierten Optimierungsverfahren. Dadurch werden täglich dynamische Risikooptimierungen durchgeführt und gegebenenfalls Reallokationen übermittelt.

Auf diese Weise wird für das ausgewählte Titelumiversum eines Fonds oder eines Vermögensverwaltungsportfolios Tag für Tag die Allokation eines Portfolios balanciert, um den sich jeweils ändernden Marktbedingungen zu entsprechen und eine hochgradig effiziente Steuerung des Risiko-Rendite-Profiles

der Gesamtanlage sicherzustellen. „TOPAS“ ist dabei frei von emotionalen Entscheidungen oder typischen Wahrnehmungsverzerrungen beim Versuch, Richtung oder Zeitdauer einer speziellen Marktbeziehung zu prognostizieren. Das System zielt nicht auf die Performanceerhöhung ab, vielmehr liegt das Anlageziel in einer hochgradig effizienten Steuerung des Risiko-Rendite-Profiles der Gesamtanlage.

## Ergebnisse der vergangenen zwölf Monate sprechen für sich

Die Praxis zeigt, dass mit diesem Modell unterlegte Investmentstrategien im Peergroup-Vergleich hinsichtlich des Risiko-Rendite-Profiles dauerhaft im Spitzenbereich liegen und damit das Anliegen der Investoren, die Faktorprämien von Wachstumswerten bei reduzierter Volatilität einzunehmen, ermöglichen. Die Arbeit des Portfoliomanagers wird davon übrigens nicht strategisch beeinflusst. Er konzentriert sich weiterhin auf die erfolgreiche Titelselektion und die Analyse der vielfältigen Dimensionen der Künstlichen Intelligenz. Der Algorithmus von ELAN Capital-Partners hilft mittels der ausgefeilten Technologie eben dabei, Titel und Branchen taggenau in der bestmöglichen Allokation einzusetzen.

Zusammengefasst bedeutet das: Durch Investments in KI-getriebene Unternehmen und Geschäftsmodelle können Anleger an der stabilen Weiterentwicklung zahlreicher Branchen wie Healthcare, Automotive oder auch der allgemeinen industriellen Produktion, angetrieben durch Automatisierung und Robotik, teilhaben. Der breite Einsatz der Künstlichen Intelligenz wird in Zukunft zu einer stabilen Wertentwicklung führen, ganz gleich, ob sich der allgemeine Trend Richtung Value oder Growth entwickelt. Die Ergebnisse der vergangenen zwölf Monate sprechen für sich. Im Vergleich mit anderen Aktienfonds mit KI-Fokus liegt der „AI Leaders“ mit einer Performance von fast 19 Prozent und einer Volatilität von weniger als 18 Prozent unter den besten zehn Prozent der Vergleichsgruppe, während bei zahlreichen internationalen Strategien die Volatilität deutlich höher, die Ergebnisse aber dennoch negativ sind.

## Evolution des Währungssystems

# BITCOIN – DAS PERFEKTE GELD?

Von Thomas Ullmann, Dietrich & Richter Private Asset Management AG

**M**einen ersten Bitcoin kaufte ich im Februar 2014 für 485 €, gut zwei Jahre später verkaufte ich ihn wieder für 651 € und hatte das Gefühl, ein gutes Geschäft gemacht zu haben - immerhin 34% Gewinn, steuerfrei.

Hätte ich nicht verkauft, läge der Gewinn heute bei über 5.000%, allerdings hätte ich sehr starke Schwankungen aushalten müssen. 2014 hielt ich den Bitcoin für ein exotisches, vielleicht auch etwas dubioses technisches Projekt, aber immerhin interessant genug, es einmal auszuprobieren.

Heute denke ich, dass der BTC das Potenzial hat, perfektes Geld zu sein und unser Geld- und Finanzsystem grundsätzlich zu verändern. Das klingt für viele vermutlich absurd: wie kann etwas, dessen Wert extremen Schwankungen unterliegt, überhaupt als Geld taugen, geschweige denn als perfektes Geld? Und was ist überhaupt der Bitcoin? Das sind doch nur Daten auf so einer Blockchain ohne echten Wert? Das soll Geld sein?

Man muss ein wenig ausholen, um unser aktuelles Geldsystem zu erläutern. Das Thema ist komplex und es wurden zahlreiche Bücher darüber geschrieben → es kann hier nur knapp angerissen werden.

Die meisten Menschen nehmen vermutlich unser derzeitiges Geldsystem als gegeben an, ohne es zu hinterfragen. Geld wird von Staaten herausgegeben bzw. von deren Notenbanken, es unterliegt staatlicher Kontrolle, und es gibt so etwas wie „Inflation“, d.h. das Geld verliert im Laufe der Zeit mehr oder weniger schnell seine Kaufkraft – für die gleiche Summe kann man immer weniger kaufen, eine Erfahrung, die aktuell jeder im Supermarkt machen kann. In dieses System sind die meisten von uns hineingeboren worden und nehmen es als selbstverständlich und alternativlos hin.

Ein Blick in die Geschichte zeigt aber, dass dieses System keineswegs alternativlos und eigentlich auch noch gar nicht so alt ist, es besteht seit 1971, als Präsident Nixon die Goldbindung des US-Dollars aufhob.



Thomas Ullmann studierte Psychologie und BWL. Er leitet bei der Dietrich & Richter Private Asset Management AG den Researchbereich für Anleihen und betreut das Strategieportfolio „Renten Spezial“.

Seit diesem Zeitpunkt haben wir weltweit ein System von ungedecktem sog. Fiat-Geld, das ausschließlich auf Vertrauen bzw. auf staatlichem Zwang beruht und dessen Geldmengen kontinuierlich anwachsen.

Vor 1971, im 19. und in weiten Teilen des 20. Jahrhunderts, beruhte das Geldsystem auf einem Goldstandard, in dem alle großen Währungen an Gold (und teilweise Silber) gebunden und damit auch zu festen Kursen untereinander tauschbar waren. Unter dem Goldstandard war der Geldwert weitgehend stabil oder sogar steigend (Deflation), man konnte

also in Geld (d.h. Gold) sparen und sich sicher sein, dass die Ersparnisse ihren Wert behalten oder sogar steigern würden. Durch die Goldbindung war das Geld weitgehend unabhängig von Staat und Banken und konnte nicht nach Belieben vermehrt werden.

Seit 1971 kam es zu erheblichen Veränderungen in der Wirtschaft weltweit, einen guten Überblick bietet die Website <https://wtfhappenedin1971.com>. Hier beispielhaft eine Grafik der Verbraucherpreise in den USA seit 1775. Man sieht deutlich, dass unter dem Goldstandard weitestgehend Preisstabilität herrschte (die USA waren zwischen 1873 und 1933 auf einem reinen Goldstandard, davor auf einem Gold-/Silberstandard, seit 1933 wurde der Goldstandard schrittweise gelockert und 1971 endgültig aufgegeben). Stark inflationäre Entwicklungen gibt es vor allem seit 1971, also unter dem Fiat-Geldsystem.

Was macht nun aber gutes Geld aus? Nach dem Ökonomen Saifedean Ammous, Autor der empfehlenswerten Bücher „Der Bitcoin Standard“ und „Der Fiat Standard“, sind es vor allem drei Eigenschaften, die gutes Geld haben sollte. Ammous spricht von „Salability“, der Handelbarkeit des Geldes in verschiedenen Dimensionen:

Salability across time (Wertstabilität)

Salability across space (Transportabilität)

Salability across scales (Teilbarkeit)

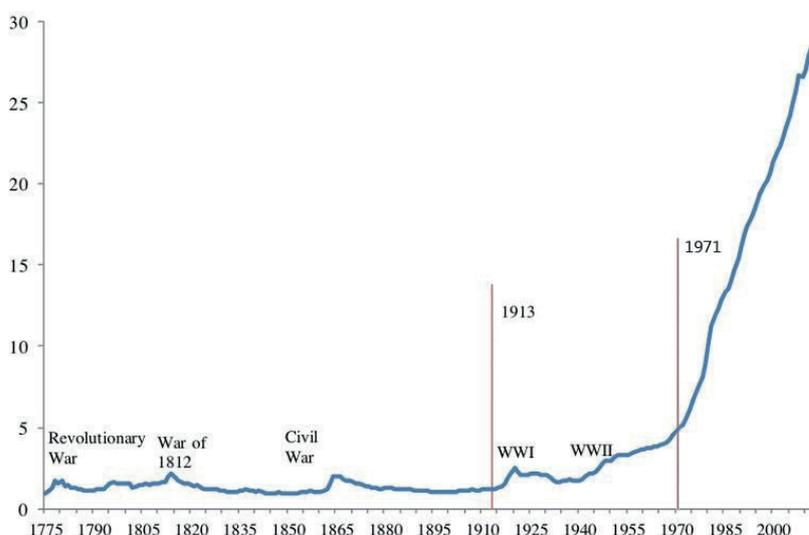
Wie schneiden hier die Kandidaten ab? Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick:

	Gold	Fiat	Bitcoin
Wertstabilität	+	-	+ (?)
Transportabilität	O	+	+
Teilbarkeit	O	+	+

Gold punktet vor allem durch Wertstabilität, seine Transportabilität und Teilbarkeit ist mittelmäßig gut. Größere Mengen Gold zu transportieren ist teuer und mit Risiken verbunden. Es ist zwar homogen und gut teilbar, aber für die Zahlung kleinerer Beträge ungeeignet.

Spiegelbildlich zu Gold sind die Stärken des modernen Fiat-Geldes: es ist sehr gut transportabel und beliebig teilbar. Allerdings gibt es Probleme mit der Wertstabilität, die sogar so weit gehen können, dass die Währung komplett kollabiert (Hyperinflation/Währungsreform).

Figure 1. Consumer Price Index, United States, 1775-2012 (level, 1775=1)



Sources: Bureau of Labor Statistics, Historical Statistics of the United States, and Reinhart and Rogoff (2009).

Und Bitcoin? Die Transportabilität und Teilbarkeit ist sehr gut, sogar noch besser als bei Fiat. Aber der Wert ist bisher alles andere als stabil. Allerdings gibt es einen wichtigen Unterschied: während die Wertentwicklung der Fiat-Währungen praktisch nur eine Richtung kennt (Wertverlust), hat Bitcoin (unter sehr starken Schwankungen) in seiner bisherigen Geschichte eine spektakuläre Wertsteigerung hingelegt. Er ist also eher deflationär, was aus Sicht des Geldhalters bzw. Sparers eine gute Eigenschaft ist, da das Ersparnis im Laufe der Zeit an Wert gewinnt und man sich immer mehr dafür kaufen kann. Idealerweise kombiniert der BTC also die Stärken der beiden anderen Alternativen: er ist transportabel und teilbar wie Fiat und sein Wert ist stabil oder steigend – wie bei Gold.

Die bisherigen Kursschwankungen des BTC sind allerdings extrem hoch und machen ihn als Zahlungsmittel eher ungeeignet. Kürzlich habe ich in Berlin ein Abendessen im Wert von 80€ in BTC bezahlt, was problemlos geklappt hat. Am nächsten Tag habe ich mich allerdings geärgert, als es dann schon 90€ waren, da der BTC gestiegen war... Die Zahlungsfunktion des BTC ist heute noch ziemlich exotisch und nicht wirklich praktikabel, obwohl sie technisch einwandfrei funktioniert.

Man muss sich klarmachen, dass der BTC noch sehr jung ist und ganz am Anfang seiner Entwicklung steht. Immerhin ist die Marktkapitalisierung (Wert aller Bitcoins) in weniger als 15 Jahren von Null auf aktuell über 500 Mrd. US-\$ gestiegen, und dies in einem reinen Marktprozess aufgrund freiwilliger Entscheidungen der Marktteilnehmer und ohne irgendwelche staatliche Unterstützung, im Gegenteil sogar gegen erhebliche Widerstände. Das ist schon recht beeindruckend. Sollte diese Entwicklung weitergehen, und im Moment spricht vieles dafür, dann könnte bei weiter steigender Akzeptanz des Bitcoin und steigender Marktkapitalisierung ein neues, freies, von Staaten und Banken unabhängiges Geldsystem entstehen, ähnlich dem Goldstandard, aber viel besser angepasst für unsere digitale globalisierte Welt. Im Zeitverlauf sollten auch die Kursschwankungen des BTC deutlich kleiner werden oder sogar ganz verschwinden bzw. in eine stetige leichte Wertsteigerung übergehen. Wir hätten dann also ein Geld,

dessen Wert stabil ist oder steigt, in dem sich sparen wieder lohnt, das nicht beliebig vermehrbar und unabhängig von Staat und Banken ist – perfektes Geld gewissermaßen.

Das ist sicher Stand heute eine Utopie, und es gibt selbstverständlich auch gute Argumente dagegen bzw. Hindernisse. Das aktuelle Geldsystem hat sich trotz seiner Probleme zumindest in Ländern mit relativ harten Währungen durchaus bewährt, und es hat Befürworter, die über sehr viel Macht verfügen, deren Macht sich teilweise sogar aus dem Geldsystem selbst ergibt und die sicherlich ihre Privilegien nicht ohne weiteres aufgeben werden. Aber die Zeit der Dominanz des US-Dollars als unangefochtene Weltleitwährung scheint langsam zu enden. Zuletzt diskutierten die BRICS-Staaten eine neue goldbasierte Gemeinschaftswährung, und womöglich hat auch Bitcoin eine wichtige Rolle in einer zukünftigen neuen Geldordnung.

Auf dem möglichen Weg dahin ist der BTC aber zunächst einmal auch eine attraktive Geldanlage in der Fiat-Welt, in der wir uns alle bewegen und auch noch lange bewegen werden. Dies kann eine „buy-and-hold“-Anlage sein, für die Anleger allerdings starke Nerven benötigen, um die extremen Schwankungen auszuhalten. Eine Alternative sind spezielle Anlageprodukte, die durch Einsatz von Derivate-Strategien relativ konstante attraktive Erträge in \$ bzw. € erzielen, aber auf BTC beruhen.

---

Weitere Informationen:

[Dietrich & Richter Private Asset Management AG](#)

Private Wealth bei Sachwerten

## FÜR STRATEGEN GIBT ES KEINEN FALSCHEN EINSTIEGSZEITPUNKT

Sebastian Baer, Head of Wealth Solutions, PATRIZIA

Sachwerte – gemeint sind vor allem Immobilien und Infrastruktur – haben für vermögende Privatanleger in den vergangenen Jahren an Bedeutung zugenommen. Zwar liegt die durchschnittliche Allokation im Private-Wealth-Segment aktuell noch hinter der der institutionellen Investoren zurück, doch der Trend ist eindeutig: Eine Beimischung mit Real Assets ist immer häufiger zu beobachten. Dieser Trend wird auch im veränderten Zinsumfeld anhalten, da das aus Gründen der Diversifikation Sinn ergibt.



Sebastian Baer ist Head of Wealth Solutions bei dem auf Immobilien und Infrastruktur spezialisierten Vermögensverwalter PATRIZIA

Wertpapiere und korrelieren zumeist vergleichsweise schwach mit anderen Assetklassen. Somit sollten diese im Private-Wealth-Segment eher Grundsatz-, nicht Zyklusentscheidungen sein. Der Trend zu einer größeren Sachwerte-Allokation wird somit auch im veränderten und zweifellos für viele Marktteilnehmer herausfordernden Zins- und Konjunkturfeld anhalten.

Die Wege, verstärkt in Sachwerte zu investieren, sind vielfältig. Historisch haben viele Private-Wealth-Investoren einen

Häufig wird die lange Niedrigzinsphase als einer der wesentlichen Auslöser für die veränderte Kapitalallokation in Private-Wealth-Portfolios genannt. Die niedrigen Zinsen mögen durchaus hier und da zur Neuorientierung beigetragen haben, aber dann war die Entscheidung eher taktischer Natur. Langfristig und nachhaltig agierende Private-Wealth-Kunden treffen ihre grundlegenden Entscheidungen jedoch weniger aus taktischen Gründen als vielmehr auf der Basis strategischer Überlegungen. Und diese sind gerade nicht von volatilen Kapitalmärkten, Zyklusphasen oder vorübergehenden Zinsentwicklungen abhängig. Vielmehr haben viele Private-Wealth-Kunden beschlossen, auf das Diversifikationspotenzial von Sachwerten zu setzen und die stabilisierende Wirkung einer entsprechenden Beimischung auf das Gesamtportfolio zu nutzen.

### Stabilisierende Wirkung strategisch nutzen

In der Regel sind Sachwerte-Investments deutlich weniger volatil als börsengehandelte

relativ großen Direktbestand an Immobilien, oft stark konzentriert auf die eigene Heimatregion. Diese Form der Allokation gilt es aus Diversifikationsgesichtspunkten zu hinterfragen. Je kleiner das Gesamtvermögen, desto größer ist die Gefahr, sich damit Klumpenrisiken ins Portfolio zu holen: Wenn von einem Gesamtportfolio von beispielsweise zehn Millionen Euro allein fünf Millionen in einem Wohn- und Geschäftshaus in der Heimatstadt stecken, kann von Diversifikation kaum mehr die Rede sein. Hinzu kommt ein hoher Verwaltungsaufwand bei dieser Form der Kapitalanlage und der Bedarf an Kompetenz im Immobilien-Asset-Management.

### Diversifikation ist gerade jetzt das Gebot der Stunde

Das gilt umso mehr im derzeitigen Marktumfeld. Die Immobilienpreise sind an vielen Standorten und bei vielen Nutzungsarten in den vergangenen Monaten gesunken. Dieses Umfeld nutzen nun erste Private-Wealth-Investoren zum (Wieder-)Einstieg. Doch noch ist nicht ganz klar, bei welchen Nutzungsarten und in welchen Risikoklassen die Kehrtwende zuerst

einsetzt und wo der Preisdruck hingegen noch eine Weile anhält. Gerade wer nicht dem Herdentrieb folgen und azyklisch investieren möchte, riskiert, wenn nur ein großes Einzelobjekt erworben wird, dass am Ende auf das falsche Pferd gesetzt oder zumindest eine andere Chance verpasst wurde. Diversifikation ist also gerade jetzt das Gebot der Stunde.

Deshalb ist es vor allem für mittlere oder kleinere Vermögen im Private-Wealth-Segment sinnvoll, Fondslösungen für Investitionen in Sachwerte zu bevorzugen. Sie erlauben auch mit weniger großen Einzeltickets eine breite Streuung über unterschiedliche Objekte, diverse nationale wie internationale Standorte, verschiedene Assetklassen beziehungsweise Nutzungsarten sowie unterschiedliche Risikoklassen. Erfolgversprechende Objekte, die manchen Investoren aufgrund ihrer Größe oder wegen fehlenden Marktzugangs de facto gar nicht zum Investieren offen stünden, werden auf diese Weise für sie erst investierbar. Institutionelle Investoren haben diese Vorteile bereits vor einiger Zeit erkannt und bei ihrer Sachwerte-Allokation genutzt, doch auch im Private-Wealth-Segment setzt sich diese Überzeugung zunehmend durch.

## Die zweite Diversifikationsstufe nehmen

Geht man noch eine Diversifikationsstufe weiter, kann es sogar sinnvoll sein, auf Dachfondslösungen zu setzen statt eines Investments in einen oder mehrere bestimmte Fonds. Der Markt der Alternativen Investmentfonds (AIF) in Sachwerte ist sehr breit und heterogen aufgestellt. Die wenigsten Private-Wealth-Anleger können und wollen sich hierbei einen möglichst vollständigen und qualifizierten Marktüberblick verschaffen. Zudem sind auch einige geschlossene Fonds nur in Einzelobjekte investiert, was wiederum dem Gedanken der Diversifikation widerspricht. In diesen Fällen gilt es ebenfalls, ein möglichst breit diversifiziertes Portfolio an unterschiedlichen Fondsbeteiligungen aufzubauen. Doch wie findet man zuverlässig die besten Fondsmanager mit den erfolgversprechendsten Fondsobjekten? Spezialisierte Dachfondsmanager sind in der Lage, ein attraktives Portfolio aus diversen Zielfonds-Enga-

gements zusammenzustellen und aktiv zu managen – und für Endinvestoren auf Dachfondsebene investierbar zu machen. Prinzipiell gilt die Faustregel: Je kleiner das Private-Wealth-Vermögen, desto schwieriger lässt sich eine hohe Diversifikationstiefe direkt auf Portfolioebene darstellen und desto größer sind somit die relativen Vorteile aus mehrstufig diversifizierten Fondslösungen, die freilich auch mit entsprechenden Kosten einhergehen.

## Offene Fonds mit mehr Flexibilität im Fokus

Eine weitere Beobachtung, die wir seit einiger Zeit am Private-Wealth-Markt in Bezug auf Sachwerte-Investments machen, ist, dass das Interesse an Open-End-Funds – also offene Fondsstrukturen – stark zugenommen hat. Diese bieten den Investoren die Möglichkeit, unter Wahrung von Mindesthaltedauern und Kündigungsfristen Fondsanteile zurückzugeben und Liquidität zu erhalten oder auch aufzustocken, um die Allokation zu erhöhen. Anleger gewinnen somit ein gewisses Maß an Flexibilität.

Dass sich zunehmend Private-Wealth-Anleger diese Liquiditätsoption sichern wollen, könnte darauf hindeuten, dass Anleger den (Wieder-)Einstieg in Sachwerte und vor allem in die Assetklasse Immobilien behutsam angehen wollen. Wer sich Flexibilität aus persönlichen Gründen sichern will oder muss, für den kann ein offener Fonds eine geeignete Option darstellen, er eignet sich aber nicht für zyklisches Investieren. Allein Skepsis gegenüber dieser Assetklasse jedoch ist aus unserer Sicht das falsche Motiv für die Entscheidung für ein Open-End-Produkt. Denn wer Sachwerte-Investments nicht als kurzfristiges Zinssubstitut betrachtet, sondern als langfristige und strategische Allokation zur Portfoliostabilisierung mit einer klaren Ausrichtung auf langfristige Megatrends, für den gibt es im Grunde keinen falschen Einstiegszeitpunkt.

Risikominderung durch Informationsbeschaffung

## INVESTMENTS MIT INTELLIGENCE ABSICHERN

Von Sebastian Okada, Corporate Trust – Business Risk & Crisis Management GmbH



Sebastian Okada leitet den Bereich Intelligence & Investigations bei Sicherheitsberatung Corporate Trust – Business Risk & Crisis Management GmbH in München. Er überprüft seit fast 20 Jahren im Auftrag von Unternehmen Geschäftspartner in aller Welt, in Industrienationen ebenso wie in Emerging Markets. Seine Expertise: Prävention wirtschaftlicher Schäden durch Intelligence sowie Aufklärung von Unregelmäßigkeiten. Hier gibt er drei Praxisbeispiele.

**W**enn Investoren in neue Unternehmen einsteigen, sollten sie im Vorfeld einige wichtige Risiken durch gezielte Informationsbeschaffung managen. Die Organe und Gesellschafter der Target-Firma gegen Sanktionslisten und andere internationale Blacklists zu screenen, sollte dabei der absolute Mindeststandard sein. Bei großen Deals kann es allerdings auch wichtig sein, darüber hinausgehend die Hintergründe, Historie und Gegenwart des Unternehmens zu beleuchten – anders gesagt, Intelligence zu beschaffen.

Zum Beispiel: Gibt es „schwarze Flecken“ in der Entwicklung des Unternehmens? Kann der Hauptgesellschafter, wie er behauptet, in der Politik Tür und Tor öffnen? Wie ist aktuell die Beziehung zu Aufsichtsbehörden, die das Geschäftsmodell beeinflussen können? Auch sollten die Organe und Gesellschafter bzgl. ihrer beruflichen Historie und

aktuellen geschäftlichen Interessen transparent gemacht werden. Damit der Investor weiß, mit wem er es zu tun hat.

Um nur ein Beispiel zu nennen: So kann es etwa relevant sein, wenn der Gesellschafter, von dem man das Unternehmen kauft, Recherchen zufolge eine weitere Firmengruppe kontrolliert, die eine Art Parallelstruktur zu dem erworbenen Unternehmen darstellt. Stichwort: Interessenskonflikt.

In manchen Fällen ist auch während der Verhandlungen mit dem Zielunternehmen nicht ganz klar, wer überhaupt alle Organe der Firma sind und ob darunter auch PEPs, also politisch exponierte Personen, oder andere Schlüsselfiguren sind. Dies sollte eine Informationsbeschaffung vor dem Deal klären.

Namen gibt es viele für diese Maßnahme: Business Partner Screening, Due Diligence, Background

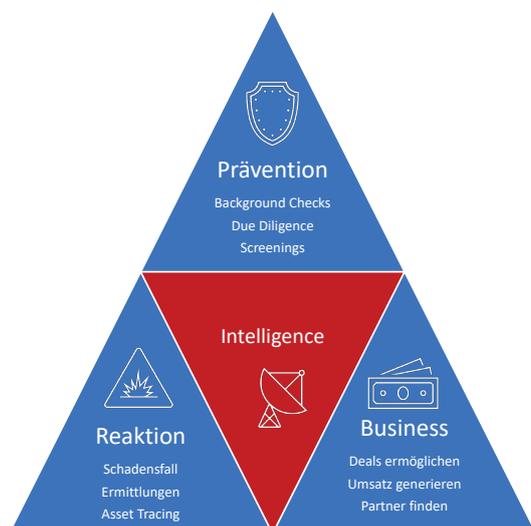
Check oder einfach Intelligence. Im Kern geht es dabei immer um gezielte Beschaffung von Informationen, die nicht gerade auf der Straße liegen.

Intelligence liefert

- Mehr-Wissen, das systematisch erstellt wird und internationale Standards (u.a. Compliance-Standards) erfüllt
- das Fundament für die Absicherung von Geschäftskonstellationen durch präventive Maßnahmen (z.B. durch den „Einbau“ von Anti-Fraud Controls in einem Joint-Venture oder den Schutz geistigen Eigentums VOR einer Firmenübernahme)
- die Grundlage für aktive Steuerung von Risiken, bevor es zu dem Abschluss kommt

**Intelligence** ist das systematische Sammeln und Auswerten von Informationen für einen bestimmten Zweck. Klassisch ist dies aus Politik und Militär bekannt. In der Wirtschaft kommt Intelligence ebenfalls zum Einsatz: dabei geht es im Kern darum, Investitionen im Vorfeld durch Hintergrundwissen abzusichern oder Sachverhalte, bei denen hohe Summen auf dem Spiel stehen, im Nachhinein aufzuklären.

**Ziel:** Mehr zu wissen als die anderen Marktteilnehmer. Eines der ältesten Erfolgsrezepte der Welt.



### 3 Beispiele aus der Intelligence-Praxis

Zur Illustration, was man mit Intelligence alles erreichen kann, folgen drei Praxis-Beispiele; eines für jeden Anwendungsbereich (Prävention, Reaktion und Business Development):

#### 1. Verkauf Einzelhandelskette an serbische Gruppe (Prävention)

Ein deutscher Konzern plante, eine seiner Geschäftssparten, eine Einzelhandelskette, an eine serbische Unternehmensgruppe zu verkaufen. Die Serben boten den höchsten Preis und waren damit der attraktivste Käufer. Da das serbische Konglomerat groß und komplex war, wurden wir im ersten Schritt beauftragt, alle handelnden Top-Manager zu identifizieren – vom Holding-Vorstand über die Vorstände der operativen Gesellschaften bis hin zu Aufsichtsräten, beratenden Beiräten und natürlich den Gesellschaftern der Gruppe. Die so identifizierten Personen wurden im nächsten Schritt in mehreren Compliance-Datenbanken gescreent, d.h. in Sanktionslisten und anderen internationalen Blacklists überprüft sowie Pressearchive der letzten 20 Jahre nach Auffälligkeiten durchforstet.

Dabei kam heraus: Einer der unzähligen Managing Directors der Firmengruppe war vor einigen Jahren in der italienischen Presse genannt worden, weil er vorübergehend wegen des Verdachts der Zugehörigkeit zur serbischen Mafia verhaftet und auf Kaution wieder freigelassen worden war. Tatsächlich ließen sich seine Aktivitäten in einem italienischen Polizei-Bericht, der auf der Webseite eines Bloggers veröffentlicht worden war, im Einzelnen nachvollziehen.

Für den deutschen Verkäufer der Einzelhandelskette war somit klar, der Manager musste vor dem Verkauf zwingend aus der Geschäftsführung ausscheiden, sonst käme es zu keinem Deal. Und so kam es dann auch nach Verhandlungen. Der Verkauf konnte, trotz aller Widrigkeiten, durchgezogen werden.

#### 2. Kauf deutscher Maschinenbauer (Reaktion Schadensfall)

Ein deutscher Maschinenbauer wechselte den

Eigentümer und wurde an Privatinvestoren verkauft. Einige der Schlüsselpersonen im Unternehmen trauten den neuen Gesellschaftern offenbar nicht und gingen auf Jobsuche. Erst kündigte der Chefingenieur, dann drei weitere Ingenieure und Servicetechniker, was den Mittelständler in eine Krise stürzte. Weitere Abgänge, aus dem Vertrieb, deuteten sich an.

Zur Eindämmung des Schadens wurde Intelligence beauftragt. Sie ergab, dass die abtrünnigen Manager im Nachbarland Niederlande eine neue Firma gegründet hatten, die wohl zum Ziel hatte, das bisher praktizierte Geschäftsmodell zu kopieren. Zudem zeigte eine Untersuchung der relevanten Laptops, dass in den letzten Monaten Kundenlisten sowie zehntausende Dateien mit Konstruktionszeichnungen und Wartungshistorie aus dem geschädigten Unternehmen abgeflossen waren. Die meisten davon in den letzten vier Wochen vor der Kündigungswelle.

Außerdem entdeckten wir einen Teil eines Geschäftsplans, in dem die strategische Ausrichtung der neu gegründeten Firma bereits vor Monaten skizziert wurde. Der Zeitstempel des Dokuments ließ darauf schließen, dass seine Urheber schon seit geraumer Zeit an dem Plan arbeiteten.

Mit den gesammelten Beweisen erstattete das Maschinenbau-Unternehmen bei der örtlichen Staatsanwaltschaft Strafanzeige wegen Diebstahl von Betriebsgeheimnissen. Der Fall ist Gegenstand behördlicher Ermittlungen. Unklar ist, ob das Geschäft des Anlagenbauers weiterhin so florieren wird wie in den vergangenen vierzig Jahren.

### 3. Indien (Business Development)

Ein deutsches Unternehmen stand vor einem großen Geschäft in Indien. Bei dem Investment spielten indische Behörden eine wichtige Rolle, die Einfluss auf den Ausgang des Geschäfts hatten. Kurz vor dem erwarteten Abschluss grätschte ein Mitbewerber aus einem Drittland in das Geschäft hinein. Plötzlich blockierten die Behörden die Entscheidung zum Nachteil des deutschen Unternehmens.

Es erteilte einen Auftrag, die indischen Behörden und jeweiligen Entscheidungsträger aufzuklä-

ren. Dabei spielten eine Rolle, welchen politischen Parteien diese jeweils zuzurechnen waren; welche grundsätzliche Position diese zu dem betroffenen Geschäft und dem politischen Kontext hatten; und welche Rolle der Wettbewerber aus dem Ausland in diesem Zusammenhang spielte.

Die Informationsbeschaffung lief auf mehreren Kanälen: Open-Source Intelligence (OSINT) aus elektronisch verfügbaren Quellen sowie Human Intelligence (HUMINT) zusammengetragen von Landeskennern, Wirtschafts- und Polit-Experten für Indien. Maximale Diskretion war erforderlich. Nach ca. 4 Wochen Informationsbeschaffung und Analyse war klar, wer hier welche Fäden zog. Und das Geschäft konnte dank dieser Informationen doch noch zugunsten der Deutschen gerettet werden.

**FAZIT:** Mit systematischer Informationsbeschaffung (Intelligence) können zum einen Geschäfts- und Compliance-Risiken effektiv gemanagt werden.

Wenn bereits ein Schaden in einem Investment aufgetreten ist, hilft Intelligence zudem, den Sachverhalt aufzuklären und gerichtsfest zu belegen; bei abgeflossenen Geldern können diese auch weltweit verfolgt werden (Follow the Money) und mit Hilfe spezialisierter Rechtsanwälte zurückgeführt werden.

Und wenn Geschäfte aktiv entwickelt werden sollen, ist Intelligence mitunter die entscheidende Spezialwaffe, die den Deal doch noch möglich macht.

## Unabhängige Vermögensverwaltungen in Deutschland

# ZWISCHEN ZWANG DER REGULATORIK UND CHANCEN DER VOLATILITÄT

InW-Befragung deutscher unabhängiger Vermögensverwaltungen 2023

Für ihre diesjährige Befragung deutscher unabhängiger Vermögensverwaltungen konnte das Institut für Vermögensverwaltung der TH Aschaffenburg die Antworten von 154 Teilnehmern (von 400 unabhängigen Vermögensverwaltungen) auswerten. Die Häuser wurden in vier Größengruppen gemäß verwaltetem Vermögen differenziert: bis 50 Mio. (23 Teilnehmer); 50 bis 150 Mio. (41); 150-500 Mio. (54); über 500 Mio. (33) (keine Angaben machten 3). Die Ergebnisse der Befragung werden als Prozentwerte der VV pro Größenklasse präsentiert. Das IVV fragte vier Themenkomplexe ab: Kundenstruktur, Mitarbeiterstruktur, Lage der Vermögensverwaltungen, Anlagestrategie.

### Kundenstruktur

Im Schnitt sind etwa 60 Prozent (55-66%, wenn man die Werte pro Größenklasse nimmt) der Kunden Männer und 40 Prozent (34-45%) Frauen. Einen akademischen Abschluss kann etwas mehr als die Hälfte der Kunden vorweisen. Die größte Häufung findet sich in der Altersgruppe zwischen 50 bis

60 J. und 60-70 J., das sind die Jahrgänge 1953 bis 1973. Die über 70er sind etwa so zahlreich wie die 40-50-Jährigen. Ältere, formal höher qualifizierte Männer sind also die dominante Kundengruppe.

Die Kundenzahl ist bei der Mehrheit (50-70%) der Verwaltungen im vergangenen Jahr gestiegen. Die meisten Verwaltungen (60-70%) erwarten einen weiteren Anstieg der Kundenzahl im nächsten Jahr.

### Mitarbeiterqualifikation

Offenkundig empfindet die Mehrheit der Vermögensverwalter eine Lücke zwischen Theorie, die zunehmend von akademischen Konzepten bestimmt wird, und der Praxis der Vermögensverwaltung. Denn 50 bis 70 Prozent der Befragten wünschen sich ein duales Studium der Vermögensverwaltung. Je größer die VV, umso häufiger wurde dieser Wunsch geäußert

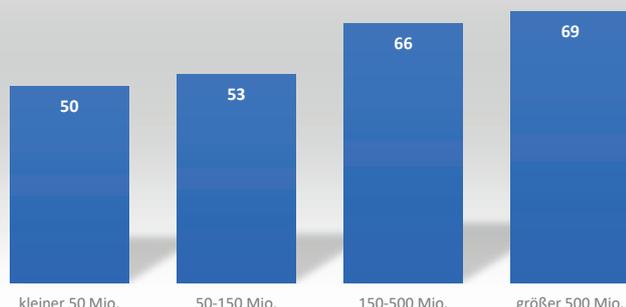
### Lage der Vermögensverwaltungen

Das InVV fragte auch nach zukünftigen Chancen und Herausforderungen. Ganz oben bei den unternehmerischen Chancen rangierte die Kundengewinnung (87-94%). Personalgewinnung wurde umso eher als Chance gesehen, je größer eine Verwaltung ist. Digitalisierung begriffen allerdings „nur“ 33-42 Prozent als Chance. Oder ist das „nur“ hier fehl am Platz?

Als größte unternehmerische Herausforderung galt der überwiegenden Mehrheit der Verwaltungen die Personalgewinnung – außer bei Vermögen unter 50 Mio. Für die Gruppe mit dem kleinsten verwalteten Vermögen sind sowohl die Kundengewinnung wie auch steigende Kosten die größte Herausforderung.

Auf die Frage nach den größten Chancen am Kapitalmarkt erzielte

Wünschen Sie ein duales Studium "Vermögensverwaltung" an einer staatlichen Hochschule zur Gewinnung und Weiterbildung Ihrer Mitarbeiter?  
Ja-Antworten der Vermögensverwaltungen in Prozent in Abhängigkeit von den Assets under Management in Euro



die kapitalmarktspezifische Antwort „Volatilität der Märkte“ die höchste Zustimmung unter den Umfrageteilnehmern. Das ist nicht unbedingt überraschend, denn ohne Risiken gäbe es keine Chancen und ohne Chancen gäbe es keine Vermögensverwaltungen. Mit einigem Abstand folgte ein makroökonomischer Indikator, die Inflation. Als die größte Herausforderung erachteten 60 bis 80 Prozent der Befragten die Regulatorik, gefolgt von Inflation, volatilen Märkten und ESG.

Der Markt der unabhängigen Vermögensverwalter ist stets mehr oder weniger im Wandel, derzeit wohl mehr als weniger. Das sollte sich auch in der Gesellschaftsstruktur niederschlagen. Danach fragte das InVV die Teilnehmer gleichfalls. Demzufolge plant etwa ein Viertel bis ein Drittel eine Änderung der Gesellschaftsstruktur. Solche Änderungen bestehen gerade bei mittelkleinen Vermögensverwaltungen in der Neuaufnahme von Gesellschaftern; Ausscheiden von Gesellschaftern ist gleichfalls ein Grund, ebenso Übertrag von Anteilen oder Zusammenschluss mit anderer VV. Letzteres ist gerade für kleinere Vermögensverwaltungen bedeutsamer.

## Anlagestrategie

Die InVV-Fragen zur Anlagestrategie bezogen sich auf Anlagethemen, Quoten und Risiken.

Auf der Relevanzagenda für die nächsten 12 Monaten bildeten drei Themen das knapp führende Zustimmungs-Cluster: Sicherheit (55-68%), Software/Technologie (45-64%) und KI (48-60%). Etwas dahinter lagen Nachhaltigkeit, Gesundheit, Digitalisierung und Rohstoffe. Alle anderen zur Auswahl gestellten Themen, wie etwa Smart Cities, Wasserstoff, zyklischer und antizyklischer Konsum sowie Alternative Investments wurden von deutlich weniger Befragten als relevant erachtet.

Auf die Frage „Welche Möglichkeiten/Kritikpunkte/Verbesserungsvorschläge verbinden Sie mit dem Thema nachhaltiger Anlagestrategien?“ war Kritik als Antwort ganz vorne. Die überwiegende Mehrheit der Verwaltungen erkennt im ESG-Bereich keine klaren Regulierungen und empfindet Zwang durch den Gesetzgeber (65 bis 80%). Etwa zwei Drittel verbinden mit Nachhaltigkeit Greenwashing. Erst dann wird das Urteil positiv: Ungefähr die Hälfte

assoziiert Nachhaltigkeit im Fragekontext mit gesellschaftlicher Verantwortung. Rund ein Fünftel sieht darin ein Werkzeug zur Gewinnung neuer Kunden. Die häufig beschworene Verringerung von Anlagerisiken durch nachhaltige Geldanlage nennt nur eine Minderheit. Und dass es sich um einen vorübergehenden Trend handelt, glauben nur ganze wenige.

InVV fragte auch vergangene und geplante zukünftige Veränderungen für einige Assetquoten ab.

Den Rentenanteil unverändert ließen 71% der Vermögensverwaltungen in der kleinsten Größenklasse und 31 % in der größten Kategorie. Unter den Großen haben diese Quote 31% erhöht und 25% vermindert.

Für die Zukunft ist das Bild eindeutiger: etwa die Hälfte möchte den Rentenanteil erhöhen, reduzieren möchte ihn nur eine verschwindende Minderheit.

Liquidität wurde 2022 eher erhöht als vermindert, mehrheitlich aber konstant gehalten. Die meisten beabsichtigen die Barquote in den nächsten 12 Monaten unverändert zu lassen oder zu senken.

Insgesamt ist das durchschnittliche Risiko in den Portfolios im Jahr 2022 gegenüber dem Vorjahr etwas gefallen. Das durchschnittliche Median-Risiko über alle Größenklassen lag 2021 knapp unter 3,5 und 2022 deutlicher darunter.

## Fazit

Alles in allem müssen sich unabhängige Vermögensverwaltungen auch 2023 mit einer Vielzahl von sogenannten Herausforderungen arrangieren. Nehmen wir zwei heraus: Einerseits empfinden die befragten Vermögensverwaltungen die Regulierungen gerade im Zusammenhang mit Nachhaltigkeit vielfach als unklar und auch als Zwang. Andererseits betrachten sie größere „Unklarheit“ etwa in Gestalt von erhöhter Volatilität auch als Chance. Der Unterschied ist wohl der: Im einen Fall müssen sie politisch-rechtlich induzierte Unklarheiten passiv umsetzen. Insofern sind sie dank Unklarheit und fremder Bestimmung abhängige Vermögensverwalter. Im anderen Fall ermöglichen ihnen erst die Unklarheiten der Märkte, durch Klarheit ihre Expertise zu erweisen. Insofern sind sie dank Unklarheit und eigener Bestimmung unabhängige Vermögensverwalter.

## Neue Erkenntnisse

# KI: DIE ANGST, ETWAS ZU VERPASSEN

## HANDBUCH ZU KI UND GELDANLAGE

**HERAUSGEBER:** Larry Cao, CFA Institute

**ZUSAMMENFASSUNG:** Das CFA Institute hat ein online zugängliches, 164 Seiten langes "Handbook of Artificial Intelligence and Big Data Applications in Investments" veröffentlicht, in dem KI-Experten aus der Anlagepraxis in 11 Artikeln den aktuellen Wissens- und Problemstand zur Verarbeitung von Massendaten durch Künstliche Intelligenz in der Geldanlage vorstellen. Das Handbuch ist in 4 Kapitel eingeteilt. Das erste Kapitel umfasst 3 Artikel über maschinelles Lernen, Alternative Daten und Datenwissenschaft. Das zweite Kapitel ist ebenfalls in 3 Artikel untergliedert, die sich mit der Verarbeitung und dem Verstehen natürlicher Sprachen durch KI und einer Anwendung im Bereich der textbasierten Nachhaltigkeitsanalyse befassen. Im dritten Kapitel gehen 2 Artikel auf die Verwendung von maschinellem Lernen auf der Basis von Massendaten im Handel ein. Schließlich bilden 3 Artikel das vierte Kapitel, in dem es um KI in der Kundenbeziehung, beschleunigtes Rechnen und symbolische bzw. klassische KI geht.

Unser redaktioneller Beitrag zum Maschinenlernen in dieser Ausgabe (Maschinelles Lernen - Chancen und Fallstricke) basiert auf dem ersten KI-Artikel des Handbuches mit dem Titel „On Machine Learning Applications in Investments“.

[Link zum "Handbook of Artificial Intelligence and Big Data Applications in Investments"](#)

## KI: FOMO VERFRÜHT

**AUTOREN:** Adrian Cox, Jim Reid, Olga Cotaga; Deutsche Bank Research

**ZUSAMMENFASSUNG:** Die Analytiker von Deutsche Bank Research stellen 6 Fragen zum neuesten KI-Trend und beantworten diese. Zunächst aber diagnostizieren sie in Bezug auf KI-Anwendungen eine FOMO, eine Fear of Missing Out, eine Angst, etwas zu verpassen. Jugendliche kennen diese Frucht seit jeher, mit dem Alter lässt sie nach, aber KI-FOMO

scheint derzeit auch Ältere zu erfassen. Allerdings nicht die Autoren, die der Ansicht sind, dass FOMO bei KI verfrüht sei, weil solche technologischen Durchbrüche Jahre benötigten.

Nun zu den 6 Fragen: Die erste lautet: Was kann generative KI tun? Die zweite: Wie stark und wo wird sie bereits genutzt? Die dritte: Wer sind die Spieler im KI-Ökosystem? Die vierte: Worin liegen die Chancen für Unternehmen? Die fünfte, die wir nur hier als Frage formulieren: Welche drei Themen sind für die Zukunft bedeutsam? Die sechste: Was kommt als nächstes?

Die Antworten auf die Fragen finden Sie, wenn Sie auf den Link klicken; sie fallen sehr kurz und prägnant aus und sind graphisch aufbereitet, wie man das von einer Präsentation gewohnt ist.

[Link zu "AI in action: how first movers are using ChatGPT"](#)

## RISIKO-FAKTOREN: DOCH KEINE REPLIKATIONSKRISE?

**AUTOREN:** T.I. Jensen, B. Kelly, L.H. Pedersen; u.a. Copenhagen Business School u. Yale School of Management

**ZUSAMMENFASSUNG:** Replikationskrisen gibt es in einer Wissenschaft dann, wenn gezeigt werden kann, dass (zu) viele Studienergebnisse von Peer-Forschern nicht reproduziert werden können. Die größte öffentliche Aufmerksamkeit für dieses Problem erfolgte 2005, als der Medizinstatistiker John Ioannidis in Bezug auf die medizinische Forschung den Artikel veröffentlichte, „Why most published research findings are false“.

Eine Replikationskrise gibt es aber möglicherweise auch in der Finanzmarktforschung bei der Identifikation von Anomalien bzw. Risiko-Faktoren, die systematische Extraerträge erklären sollen. Harvey, Liu und Zhu etwa kamen 2016 zu dem Schluss, dass die meisten Ergebnisse in diesem Feld wahrscheinlich falsch seien. In den letzten Jahren kam eine ganze Reihe von Studien zu dem Ergebnis, dass die wissenschaftliche Basis für „factor investing“ nicht

solide sei, dass sich viele der identifizierten, mit der Zeit stark vermehrten Faktoren in anderen Untersuchungen nicht als Renditefaktoren bestätigen ließen. In diesem Zusammenhang sind zwei Gründe für falsche Ergebnisse zu unterscheiden. Erstens fehlende interne Validität: Die Ergebnisse lassen sich auf Basis derselben Daten nicht reproduzieren oder dies misslingt, wenn man die Methode oder die Datenselektion geringfügig verändert. Zweitens fehlende externe Validität: In diesem Fall kann zwar das Ergebnis repliziert werden, aber es kann zugleich p-hacking nachgewiesen werden. P-hacking ist vereinfacht gesagt die Kunst der Forscher, aus einem „in Wahrheit“ statistisch nichtsignifikanten einen signifikanten Zusammenhang zu machen. Eine Methode, um p-hacking zu identifizieren, sind Meta-Studien, eine davon führten die eben zitierten Finanzwissenschaftler Harvey, Liu und Zhu durch.

Die im Mai 2023 auf der Plattform von „The Journal of Finance“ online veröffentlichte Studie von Jensen, Kelly und Pedersen geht aber anders vor. Sie kommt auf der Basis eines neuen Modells und neuer Daten zu dem Ergebnis, dass die meisten von Studien identifizierten Faktoren sich als Renditequellen replizieren ließen. Als Startpunkt ihrer Analyse nehmen sie die Ergebnisse einer Studie von Hou, Xue und Zhang (Replicating Anomalies, 2020), die zu dem Schluss kamen, dass sich nur 35 Prozent der Faktoren replizieren ließen. Durch Modifikation in 5 bzw. 6 Schritten erhöhen Jensen, Kelly und Pedersen diese Rate auf 82,4 Prozent. Die stärksten Beiträge zur Hebung der Replikationsrate ist das eigene Bayessche Modell und die Verwendung von CAPM-Alphas (statt von simplen Renditen). Man darf also gespannt sein, ob sich die Ergebnisse der drei Finanzmarktforscher replizieren lassen.

[Link zu Studie: Is There a Replication Crisis in Finance?](#)

Jensen, Kelly und Pedersen machen überdies eine globale Daten-Bank zu 153 Faktoren für die Finanzmarktforschung online zugänglich.

[Link zur Faktordatenbank](#)

## GLOBAL WEALTH REPORT 2023

**HERAUSGEBER:** Credit Suisse AG, a UBS Group company

**ZUSAMMENFASSUNG:** Wir zitieren aus einer UBS-Pressemitteilung zum neuen Global Wealth Report vom 15. August 2023. „Die 14. Ausgabe des Global Wealth Report wurde heute gemeinsam von der Credit Suisse und UBS veröffentlicht. Der Bericht zeigt, dass das gesamte private Nettovermögen, gemessen in aktuellen nominalen US-Dollar, Ende 2022 um USD 11,3 Billionen (-2,4%) auf USD 454,4 Billionen zurückging. Auch das Vermögen pro Erwachsenen ging um USD 3.198 (-3,6%) auf USD 84.718 pro Erwachsenen zurück. Ein Großteil dieses Rückgangs ist auf die Aufwertung des US-Dollars gegenüber vielen anderen Währungen zurückzuführen. Finanzielle Vermögenswerte trugen 2022 am stärksten zum Vermögensrückgang bei, während das nicht finanzielle Vermögen (hauptsächlich Immobilien) trotz rasch steigender Zinsen stabil blieb. ... Den Prognosen des Berichts zufolge wird das globale Vermögen in den nächsten fünf Jahren um 38% steigen und bis 2027 USD 629 Billionen erreichen. Das Wachstum in Märkten mit mittleren Einkommen wird zum Haupttreiber globaler Trends. Der Bericht geht davon aus, dass das Vermögen pro Erwachsenen 2027 USD 110.270 und die Zahl der Millionäre 86 Millionen erreichen wird, während die Zahl der äußerst vermögenden Personen (Ultra High Net Worth Individuals, UHNWI) auf 372.000 steigen dürfte.“

[Link zum Global Wealth Report und zum Global Wealth Databook](#)

## SUPERREICHE IN DEUTSCHLAND

**AUTOREN:** Daria Tisch and Emma Ischinsky, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung

**ZUSAMMENFASSUNG:** Die beiden Verfasserinnen fassen den Inhalt ihres Working Papers selber zusammen, wir zitieren in Ausschnitten: „Trotz des breiten Interesses an der Vermögenskonzentration wissen wir bislang jedoch nur wenig über die

größten Privatvermögen. Daher untersuchen wir die historischen Ursprünge der 1.032 größten deutschen Vermögen des Jahres 2019. ... Wir zeigen, dass etwa acht Prozent der heutigen Vermögen auf Vermögen zurückgehen, die dieselben Familien bereits 1913 besessen haben. Die Regressionsanalysen zeigen, dass verwurzelte Vermögen durchschnittlich höher auf der Reichenliste rangieren als die übrigen Vermögen. Deskriptive Netzwerkanalysen weisen darauf hin, dass einige der größten Vermögen von heute durch Eheschließungen miteinander verbunden sind, was auf eine soziale Schließung an der Spitze der Vermögensverteilung hindeutet. Unsere Ergebnisse zeigen, dass die Akkumulation und die Aufrechterhaltung von Vermögen über Generationen hinweg wichtige Merkmale des deutschen Spitzenvermögens sind.“ Wer die Studie nicht selber lesen möchte, kann bis zur nächsten Ausgabe des Private Banker warten, in der wir diese Studie aufgrund unseres Schwerpunktthemas „Family Office“ etwas ausführlicher vorstellen werden.

[Link zur Studie: Top Wealth and Its Historical Origins. An Analysis of Germany's Largest Privately Held Fortunes in 2019](#)

---

## NACHHALTIGKEITSMARKT 2023

**HERAUSGEBER:** Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG)

**ZUSAMMENFASSUNG:** Das Volumen nachhaltiger Geldanlagen wächst in Deutschland und Österreich weiterhin. Zugleich bleibt der Nachhaltigkeitsanstrich der offerierten Produkte aber weiterhin dem Verdacht ausgesetzt, die Differenz von Sein und Schein hypokritisch auszubeuten. Wir zitieren aus der Pressemitteilung des FNG vom 24.8.: „Die Befragten sind zu 90 Prozent der Auffassung, dass Greenwashing-Vorwürfe das Potenzial haben, dem Wachstum nachhaltiger Geldanlagen zu schaden. Als Gründe für das Aufkommen von Greenwashing-Vorwürfen nennen die Befragten in der Studie zum diesjährigen Marktbericht beispielsweise die fehlende eindeutige Definition einer nachhaltigen Geldanlage (82,8 %), missverständliche EU-Regu-

latorik (65,5 %), fehlende Standards (81 %) und Unterschiede im Verständnis von Nachhaltigkeit (75,7 %). Doch wie kann dem entgegengewirkt werden? Eine große Mehrheit der Marktteilnehmenden befürwortet es, die Transparenz nachhaltiger Geldanlagen weiter zu steigern, um Greenwashing entgegenzuwirken. ...

Greenwashing-Risiken entstehen unter anderem aus den strukturellen Problemen der Regulatorik, durch Fragen nach der Wirksamkeit von Sustainable Finance sowie subjektiven Einschätzungen dazu, was ‚nachhaltig‘ eigentlich bedeutet. ... 2022 erfragte das FNG neben dem Engagement-Volumen zusätzlich die Bestandteile der Engagement-Richtlinien der Marktteilnehmenden. Engagement beinhaltet einerseits den Dialog mit Unternehmen mit dem Ziel, die Unternehmensführung für die Berücksichtigung von sozialen, ethischen und ökologischen Kriterien zu gewinnen (Voice), sowie andererseits die Ausübung von Stimmrechten (Vote). ...

Die diesjährige Befragung in Deutschland und Österreich zeigt, dass sich die Branche weitgehend einig ist. Zur Transformation tragen vor allem die Nachhaltigkeitsstrategien Impact Investment, Engagement und Stimmrechtsausübung als Teil von Engagement bei. Ausschlüssen werden dagegen eher weniger Potenzial zugeschrieben. „Unsere Befragung zeigt, dass sich die Finanzunternehmen einig sind. Engagement – neben Impact Investments – ist die wirkungsvollste Strategie, um zur Transformation hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft beizutragen“, resümiert Görlitz.“

[Link zur Studie „FNG-Marktbericht 2023“](#)

---

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 31.07.2023) 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.

TOP PERFORMER (12 MONATE)			
Risikoklasse: konservativ, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	4.05%	0.37	PSM Vermögensverwaltung GmbH, München Strategie: Individuelle VV
2.	3.43%	0.58	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: LowVol 2%
3.	1.87%	-0.00	Raiffeisen Vermögensverwaltung, Wien Strategie: ClassicInvest Sicherheit_alt
4.	1.38%	-0.03	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: individuell konservativ
5.	0.61%	-0.08	HUBER, REUSS & KOLL. Vermögensverw. GmbH, München Strategie: ausgewogen
Risikoklasse: ausgewogen, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	6.63%	0.48	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International II
2.	4.42%	0.28	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: EM Anleihen - Total Return
3.	4.07%	0.29	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Aktien, Fremdwährung < 50%
4.	3.53%	0.19	Nordlux Vermögensmanagement S.A., Luxemburg Strategie: ausgewogen weltweit
5.	3.47%	0.16	BPM - Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin Strategie: Defensiv ethische Kriterien
Risikoklasse: moderat dynamisch, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	9.44%	0.59	Rhein Asset Management , Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: RAM Global exibel
2.	8.26%	0.50	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Frankfurt am Main Strategie: Spezialmandat Balanced
3.	6.61%	0.46	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Wachstum weltweit
4.	5.90%	0.28	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: Individuell Moderat Dynamisch
5.	5.40%	0.28	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 90
Risikoklasse: dynamisch, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	16.00%	0.54	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: Individuell Wachstumswerte
2.	12.56%	0.82	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Aktienmandat Weltweit
3.	11.44%	0.58	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity I
4.	9.01%	0.50	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Frankfurt am Main Strategie: Aktien International
5.	8.62%	0.53	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Dividendenorientiert

Die erste-Rankingliste dient zu Ihrer persönlichen Information. Eine Weiterverwendung oder Veröffentlichung ist nur mit vorheriger Zustimmung der erstenfive AG und Quellenangabe möglich. Wir bitten um strikte Beachtung.

firstfive-Sieger

## FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 31.07.2023) 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.

### TOP PERFORMER (60 MONATE)

RANKING JULI 2023 (60) (BERICHTSZEITRAUM 01.08.2018 - 31.07.2023)

#### Risikoklasse: konservativ, 5 Jahre

Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	17.90%	0.41	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50
2.	16.37%	0.44	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: individuelles internationales Renditedepot
3.	13.16%	0.31	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: individuell konservativ
4.	8.56%	0.25	Volksbank Kraichgau Family Of ce, Wiesloch Strategie: FO-Multi Asset
5.	8.53%	0.21	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International I

#### Risikoklasse: dynamisch, 5 Jahre

Platz	Performance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	59.58%	0.60	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Moderat Dynamisch Total Return
2.	39.08%	0.45	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Frankfurt am Main Strategie: Aktien International
3.	37.92%	0.55	Hypo Vermögensmanagement, Innsbruck Strategie: HVM Exklusiv Dynamisch
4.	31.60%	0.38	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Aktienmandat Weltweit
5.	29.90%	0.44	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: dynamisch

Die erste-Rankingliste dient zu Ihrer persönlichen Information. Eine Weiterverwendung oder Veröffentlichung ist nur mit vorheriger Zustimmung der ersten AG und Quellenangabe möglich. Wir bitten um strikte Beachtung.