

Private Banker

Das Vermögensverwalter e Magazin

STIFTUNGSVERMÖGENSVERWALTUNG

Interview mit Thomas Abel und Jens Ammon,
Honoris Treuhand GmbH

IVA analysierte Daten der V-Bank

REGULIERUNG

Jan Löffelmann
über Änderungen
bei der Meldepflicht

Jürgen App
über Qualifikation von
Vermögensverwaltern

T WIE TRUMP

DER T-FAKTOR

Lässt sich Trump als Renditefaktor entschlüsseln?

T wie Trump

DER T-FAKTOR



Lässt sich Trump als Renditefaktor entschlüsseln? Konträre Ansichten zu Rationalität und Berechenbarkeit samt Betrachtung einer Weltmacht im Überdehnungsmodus.

Donald Trump hat seit seiner Wahl im Herbst 2024 die Kapitalmärkte kräftig durcheinandergerüttelt. Viele Beobachter reden daher vom Trump-Effekt. Vielleicht könnte man auch von einem Trump-Faktor, kurz T-Faktor, sprechen – von einem Einflussfaktor auf die Renditen also, bei dem jedoch nicht klar ist, ob er zeitlich stabil ist, ob er die Vergrößerung der Störgröße Epsilon (ϵ) oder deren Verringerung erklärt. Die Bedeutung des T-Faktors resultiert weniger aus der gewichtigen globalen Rolle des US-Präsidenten als vielmehr aus der idiosynkratischen Interpretation dieser Rolle durch Trump. Auch nach vier Monaten seiner zweiten Amtszeit ist der T-Faktor noch nicht konsensuell entschlüsselt. Und das, obwohl Finanzfach-

INHALT

02 Der T-Faktor

T wie Trump

08 „Ich glaube, Individualität wird Trumpf bleiben“

Interview mit Thomas Abel und Jens Ammon, Honoris Treuhand GmbH, über Stiftungsvermögensverwaltung

13 Stiftungsdepots Unabhängiger Vermögensverwalter

Das IVA analysierte Daten der V-Bank zu Stiftungsdepots unabhängiger Vermögensverwalter im Jahr 2024

17 Änderungen bei der Meldepflicht

Jan Löffelmann, vv.de Finanzdatensysteme, über absehbare Änderungen bei der Meldepflicht für Transaktionen

19 Qualifikation von regulierten Vermögensverwaltern und deren Überwachung

Jürgen App über aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Qualifikation

21 Vermögensverwaltung des Humankapitals von Vermögensverwaltern

Ein Vergleich zwischen den USA und Deutschland zu Verbreitung und Nutzen hochwertiger Weiterbildungszertifikate

23 Elmar Peine, Gründer, Seele und Herausgeber von Private Banker ist tot

Ein Nachruf

24 Unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz

Umfrage unter unabhängigen Vermögensverwaltern in der Schweiz

26 Statt Rendite: Nutzen, Angst, Stimmung?

Neue Studien

28 Firstfive – Topranking

Die besten Vermögensverwalter

leute sich in der Regel um eine auffällig nüchterne, affektfreie Analyse der kausalen Zusammenhänge bemühen – im Kontrast zur oft stark moralisierenden öffentlichen Debatte.

Berechenbarkeit des T-Faktors

Eine der zentralen Fragen bei der Analyse des T-Faktors ist, inwiefern Trumps Handeln rational oder wenigstens berechenbar ist. Manche halten Trump für sehr gut berechenbar, da er in wesentlichen Punkten offen seine Ansichten und Absichten kommuniziert, seine Falschaussagen als solche kinderleicht erkennbar seien und Trump bestrebt sei, im politischen Handeln seine Ankündigungen auch gegen Widerstände konsequent umzusetzen. Zweifel an der Berechenbarkeit werden hingegen oft an Trumps unkonventionellem Verhalten festgemacht und auch an seinem bisherigen Track-Record. Genannt werden dann sein Kommunikationsstil, die Maßlosigkeit etlicher Ziele und Mittel, erratisches Verhalten und häufige Positionswechsel. Mit Blick auf die Realisierung wird häufig darauf verwiesen, dass er in seinen ersten vier Monaten viele große Ankündigungen nicht umsetzen konnte und medienwirksam inszenierte Drohungen verpufften. Zur Verhaltensklärung wird dann gerne auf Trumps Persönlichkeitsstruktur verwiesen – ein Ansatz, den wir hier nicht weiterverfolgen, weil wir kein Fachorgan für politische Psychologie sind.

Stattdessen wenden wir uns der Frage der ökonomischen Zweckrationalität seiner Wirtschaftspolitik zu: Wie sind seine Ziele ökonomisch zu bewerten? Sind seine Mittel geeignet, diese Ziele zu erreichen? Welche unbeabsichtigten Nebenfolgen ergeben sich aus seinem Vorgehen?

Institutionelle Grenzen: Beispiel Fed

Ein wiederkehrendes Argument lautet, dass Trump durch das amerikanische System der „Checks and Balances“ institutionell eingehegt werde. Extreme Entscheidungen provozierten Gegenkräfte – etwa im Kongress, durch Gerichte, die Bürokratie, die Bundesstaaten oder auch die Zentralbank. Demnach dämpfen – kybernetisch verstanden – negative



Hans Peter Schupp ist Vorstand der Fidecum AG und Kolumnist für den Private Banker.

[Link zu seiner jüngsten Trump-Kolumne](#)

Rückkopplungen des US-Gesellschaftssystems die Wirkung seines Handelns, verhindern es oder verkehren es möglicherweise in sein Gegenteil. Institutionelle Einhegung führt aber auch zu Einhegungskonflikten.

Ein solcher für Finanzmärkte relevanter „Einhegungs“-Konflikt ist der öffentliche Druck, den Trump auf die US-Notenbank Fed und deren Vorsitzenden Jerome Powell seit Monaten immer wieder ausübt. Er fordert deutlichere Zinssenkungen, um das Wirtschaftswachstum zu stützen – ein Ziel, das zwar das Mandat der Fed vorsieht, über das sie aber üblicherweise unabhängig von politischem Druck selbst entscheidet. Derartige Interventionen sowie begleitende Invektiven gegen Powell führten zu kurzfristigen Marktreaktionen aus Sorge um die Unabhängigkeit der Fed. Jedoch blieb die US-Notenbank bisher davon unbeeindruckt bei ihrem Kurs.

Stefan Schmitt

Geschäftsführer, CEO

MODERNES HAFTUNGSDACH

FÜR PRIVATE BANKER,
VERMÖGENSVERWALTER
UND FAMILY OFFICES.

inno-haftungsdach.de



Direkt zur Website

Sollte sie diesen beibehalten, wären erstens Trumps Einflussversuche falsifiziert und zweitens würde als Folgewirkung davon die Unabhängigkeits-Reputation der Fed nicht geschwächt, wie vielfach befürchtet, sondern gestärkt. Zweifel am Sinn der Trumpschen Vorgehensweise werden auch durch Studien gestützt, die zeigen, dass in der Vergangenheit nichtöffentlicher Druck die Fed mehr beeinflussen konnte als öffentlicher Druck (auch über Tweets), was in der Regel nur kurzfristige Auswirkungen auf die Markterwartungen und Volatilität hatte. Angesichts dessen wäre Trumps Vorgehen ein mit hoher Wahrscheinlichkeit ungeeignetes Mittel zum beabsichtigten Zweck.

Makroökonomische Rationalität

Ein weiterer kritischer Punkt, den viele sehr namhafte Ökonomen (wie Rogoff oder Krugman) anführen, sind die unbeabsichtigten makroökonomischen Nebenfolgen von Trumps Maßnahmen – etwa im Kontext seiner Zollpolitik. Zwar verfolgt er mit Schutzzöllen manifest strategische Ziele wie fairere Handelsbeziehungen, die Rückholung industrieller Kapazitäten und geringere Abhängigkeiten von internationaler Arbeitsteilung. Doch insbesondere Makroökonomien verweisen auf eine Vielzahl von daraus resultierenden Risiken für die Wirtschaft: steigende Inflation, unterbrochene Lieferketten, höhere Zinsen oder die Gefahr einer Rezession.

Nun ist es so, dass die Bewertung der makroökonomischen Mittel-Zweck-Rationalität paradigm- und theorieabhängig ist. Die ungünstigen Einschätzungen wesentlicher wirtschaftspolitischer Maßnahmen der Trump-Administration durch die Mehrheit der Makroökonomien stützen sich jedoch auch auf historische Erfahrungen etwa mit protektionistischen Maßnahmen und auf historisch informierte Simulationsmodelle. Diesen Untersuchungen zufolge überwiegen mittelfristig die negativen makroökonomischen Folgen die möglichen strategischen Gewinne. In makroökonomischer Hinsicht würden also wesentliche Maßnahmen der Trumpschen Wirtschaftspolitik der Gesamtwirtschaft mehr schaden als nützen.

Mikroökonomische Rationalität

Viele Beobachter sehen den Schlüssel zum Verständnis von Trumps Politik und somit auch unseres T-Faktors in Trumps Vergangenheit als Unternehmer und „Dealmaker“. Mikroökonomien und Spezialisten für Verhandlungsstrategien gestehen dem gelernten „Dealer“ Donald Trump denn auch sehr viel häufiger ein ökonomisch zweckrationales Verhalten zu, als dies ihre Kollegen aus den makroökonomischen Abteilungen tun.

Im Kontext bilateraler Verhandlungen erkennen Ökonomen in der Kombination aus Maximalforderungen, massiven Drohungen und gegebenenfalls selektiven Anreizen eine Strategie, die geeignet ist, um Verhandlungspartner schnell zu sonst nicht erreichbaren Zugeständnissen zu bewegen – was impliziert, dass viele der angekündigten Maßnahmen letztlich nicht umgesetzt werden. Damit könnte man jedenfalls partiell auch die oben angeführten Argumente entkräften, Trump habe seine vollmundigen Ankündigungen vielfach nicht umgesetzt.

In diesem Kontext wird zuweilen sogar der Irrationalität ein Platz als Mittel höherer Zweckrationalität zugewiesen. Der Verhaltensökonom Axel Ockenfels etwa sieht in Trump einen Anwendungsfall für die sogenannte „Madman Theory“: Demnach setzt Trumps irrationales Verhalten bewusst als Teil seiner Verhandlungsstrategie ein, um durch Unberechenbarkeit seine Verhandlungsmacht zu vergrößern: Denn aus Angst vor „dem Verrückten“ würde die Gegenpartei auch Konditionen zustimmen, die sie anderenfalls ablehnen würde.

Mikro-Makro-Rationalität

Hans Peter Schupp vergleicht in seiner **Private-Banker-Kolumne „Fall-Studie US Inc. – wenn Staaten wie Firmen denken“** Trumps Vorgehen mit dem eines Unternehmensanierers, der versucht, die „US Inc.“ durch aggressive Maßnahmen wie Zollerhöhungen, Deregulierung und Kürzungen bei Sozialausgaben zu restrukturieren. Schupp beschreibt Trumps Verhandlungsstil als typisch für distributive Verhandlungen, bei denen Maximalforderungen mit öffentlichen Drohungen unter Berücksichtigung eigener Kosten kombiniert

werden, um den eigenen Vorteil zu maximieren. Er sieht darin eine betriebswirtschaftlich rationale Herangehensweise. Das Problem aber sei, dass diese sich nicht eins zu eins auf Staaten übertragen lasse. Während Unternehmen auf Gewinn und Marktanteil ausgerichtet seien, verfolgten Staaten andere Ziele wie Wohlfahrt und Versorgungssicherheit. Eine zu starke Fokussierung auf kurzfristige wirtschaftliche Vorteile könne langfristig die Vorteile der internationalen Arbeitsteilung gefährden und zu einem Rückgang der globalen Nachfrage führen. Eine gewisse „Irrationalität“ Trumps liegt also Schupp zufolge darin, Staaten mit Unternehmen zu verwechseln.

America first: Das überdehnte Opfer

Ein bei der Beurteilung der Wirtschaftspolitik Trumps häufig etwas unterbelichteter Aspekt ist der globale Machtkonnex. Seit dem Kollaps des sowjetischen Machtblocks vor rund 35 Jahren ist das Weltsystem einer deutlich massiveren Machtdynamik ausgesetzt als in den vier Jahrzehnten zuvor. In der historisch kurzen Phase des unipolaren Moments, in dem die USA als einzige Weltmacht übrigblieb, dehnte sich der US-Einflussraum aufgrund unterschiedlicher Schub- und Zug-Faktoren kräftig aus. Bereits seit den 2000er Jahren warnten Analytiker vermehrt vor den Gefahren der Überdehnung. Mit der Zeit zeigte sich immer deutlicher, dass der Aufwand an Ressourcen der Machtprojektion gerade „in schwierigem Gelände“ bei zunehmendem Hardpower-Einsatz den zusätzlichen Nutzen überstieg. Zugleich erfolgte ein langfristiger Aufstieg diverser Herausforderer und „revisionistischer“ Mächte, die im konfrontativen Modus Ressourcen entziehen. Viele Beobachter sprechen vom Übergang zu einer „multipolaren Ordnung“. Für die USA stellt die Erhaltung ihres bisherigen unipolaren Statusanspruchs zunehmend eine „Überdehnung“ dar. Imperien, Hegemonial- oder Großmächte müssen auf solche Konstellationen irgendwann irgendwie reagieren. Etwa mit der Restrukturierung von Einfluss- oder Herrschaftszonen, mit der Fokussierung auf strategisch als wesentlich definierte Regionen, mit dem Rückzug aus „ertragsschwachen“ Gebieten, mit der Externalisierung von Kosten, der

Erhöhung von Tributen oder der Umwandlung öffentlicher Güter in beitragspflichtige Clubgüter. Das ist eine sehr ökonomisch ausgerichtete Aufzählung von Beispielen – die etwa die militärische Option ausblendet. Aber die Vermutung ist: Ein Staat, der als Super-Vormacht ein relativ kompliziert strukturiertes Hegemonialsystem von riesigen Ausmaßen „bewirtschaftet“ und zugleich Überdehnungssymptome zeigt, verhält sich durchaus rational, wenn er von den Kalkülen der vier Machtsorten, die Michael Mann (The Sources of Social Power) unterscheidet (ökonomische, militärische, politische und ideologische Macht), das ökonomische Kalkül aus diagnostisch-kurativen Gründen zunächst höher gewichtet, als er es sowieso bereits tut. Das spräche für einen Saniererblick durch die „Inc.“-Brille, um die Sehschärfe für die Kosten-Nutzen-Relationen zu verbessern, wobei das Argument von Schupp natürlich richtig bleibt, dass die USA keine „Inc.“, sondern eine Staatsorganisation ist.

In diese Situation fällt nun Trumps Präsidentschaft. Die Hintergrundstory seiner ökonomischen Kalküle, die sich in der Forderung „America First“ verdichtet, besagt, dass sich die USA ökonomisch habe ausbeuten lassen – nicht nur durch Rivalen wie China, sondern vor allem auch durch Verbündete (z. B. NATO-Mitglieder), die „kostenlose“ öffentliche Güter oder zu billige Clubgüter nutzten. Schuld daran seien Trumps Vorgänger, weil sie dies wissentlich zugelassen hätten. Wenn aber die Welt mehrheitlich aus Trittbrettfahrern besteht, insbesondere unter Verbündeten, dann schwindet die Differenz zwischen Verbündeten und Nichtverbündeten umso stärker, je mehr die Höhe der behaupteten Trittbrett-Fahrtkosten zum Ordnungskriterium wird – und in diesem Ranking schneidet dann z.B. Russland gar nicht schlecht ab.

Eine solche Trittbrettfahrer- und Ausbeuter-Diagnose ruft nach einer umfassenden Durchleuchtung und Korrektur des bestehenden „Ordnungssystems“. Und hier sind gegenwärtig bilaterale Deals Trumps bevorzugte Mittel der Wahl. Das sieht aus wie eine Umgehung etablierter Institutionensysteme der hegemonialen indi-

rekten Regulierung, was zunächst ökonomisch „irrational“ zu sein scheint, weil sich dadurch die Transaktionskosten erhöhen.

Nach dem Zweiten Weltkrieg entstand ein internationales Vertrags- und Institutionensystem (UN, WTO, IMF, Weltbank usw.), in dem die USA als Hauptgestaltungsmacht hervortrat. Noch mehr galt dies für die eigenen Bündnissysteme, die vom Kitt der asymmetrischen Abhängigkeit zusammengehalten werden, wie etwa die NATO. Institutionen dieser Art „verregeln“ Beziehungen, auch machtförmige, die der Hegemon dominiert. Das senkt Transaktionskosten der Koordination und Top-down-Steuerung, ermöglicht aber auch regulierten Bottom-Up-Einfluss. Aus Effizienzgründen sollten solche Institutionensysteme für den Hegemon eigentlich von Vorteil sein. Trump scheint dieser Ansicht derzeit nicht zu sein, da er die USA als „Opfer“ auch dieser Institutionen modelliert. Damit sich also die sehr aufwendigen und konfliktbehafteten bilateralen „Deals“ lohnen, müssten sie ein Übergangsphänomen sein, bei dem ein neues Macht-Arrangement verhandelt wird, das im Endergebnis die USA in Bezug auf wesentliche Nutzengrößen – gerade auch im Verhältnis zu Verbündeten – deutlich besserstellt als zuvor.

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass Trump auf die Nutzung eines der bisherigen Hauptassets der USA größtenteils verzichtet: im Feld der ideologischen Macht vermeidet er in der Regel den offensiven Bezug auf normative Universalismen, die zuvor zur geopolitischen Werkzeugkiste gehörten (Klassiker wie Demokratie etc., dann zunehmend auch neuere Normenmodelle aus den Innovationszentren der „Humanities“). Das liegt u.a. daran, dass Trump die neueren Normenmodelle ablehnt und bekämpft, zumal sie außerhalb des Westens negativwertige ideologische Macht entfalten und auch in den USA an Grenzen ihrer Wirkkraft stoßen. Darüber hinaus erwiesen sich die klassischen „westlichen Werte“ in der unipolaren Expansionsphase selbst als Überdehnungsfaktoren in Raum und Ambition. Trump reicht offenbar seine Ausbeutungs-Erzählung für eine sinnhafte Einbettung seines ökonomischen Nutzenkalküls. Daraus folgt dann ohne viel weiteren ideologischen

Quelle: Bundesarchiv, B 145 Bild-F029235-0019 / Schaack, Lothar / CC-BY-SA 3.0



Trittbrettfahrer bei der Parade? Oder damals nicht, sondern nur heute, wie vielfach Deutschland vorgeworfen wird, unter anderem von Trump? Einige Jahre vor dem abgebildeten Defilee zum 20jährigen Jubiläum der NATO 1969 auf dem Nürburgring veröffentlichten Mancur Olson, Jr. und Richard Zeckhauser den einflussreichen Artikel „An Economic Theory of Alliances“ (The Review of Economics and Statistics, Vol. 48, No. 3, Aug., 1966, pp. 266-279), mit dem sie glaubten theoretisch und empirisch nachweisen zu können, dass in der NATO kleinere Staaten unterproportional zur Allianz beitragen und insofern Trittbrettfahrer sind. Dieser Zusammenhang wurde häufig generalisiert. Eine neuere Studie von Joshua Alley („Reassessing the public goods theory of alliances“; Research and Politics, Jan.-March 2021) findet allerdings in einem Sample von 204 Allianzen für den Zeitraum von 1919 bis 2007 wenig Evidenz, dass die Trittbrettfahrer-Hypothese zutrifft.

Überbau fast zwingend eine Neu-Kalkulation von Kosten und Nutzen der inneren wie äußeren Staatstätigkeit.

Damit scheint in einer Phase, in der die USA mit mächtiger werdenden „Herausforderern“ konfrontiert ist, eine gewisse Wahlverwandtschaft zu bestehen zwischen Trumps Weltdeutung und Wirtschaftsprogramm auf der einen Seite und dem, was Imperien mit Überdehnungsproblemen tun sollten. Ob beides wirklich zusammenpasst, ist eine vertiefende Frage. Ob es zur Entschlüsselung des T-Faktors beiträgt, wäre die abschließende Frage, deren Beantwortung wir hier und jetzt vertagen.

Thomas Abel und Jens Ammon im Gespräch über Stiftungsvermögensverwaltung

„ICH GLAUBE, INDIVIDUALITÄT WIRD TRUMPF BLEIBEN“

Die Berliner HONORIS Treuhand GmbH gehört in der Hauptstadt zu den ersten Adressen für Stiftungen, die eine individuelle und wenn erwünscht auch nachhaltige Verwaltung ihres Vermögens suchen. Wir sprachen mit den beiden Geschäftsführern von HONORIS, Thomas Abel und Jens Ammon, über Herausforderungen der Stiftungsvermögensverwaltung, über deren Besonderheiten und über aktuelle Entwicklungstendenzen.

Private Banker: Gibt es Unterschiede zwischen Stiftungskunden und anderen Kunden?

Jens Ammon: Ja, die gibt es. Zum einen aufgrund der Regulatorik – bei Stiftungen müssen wir immer auch die Stiftungsaufsicht im Blick behalten, und die kann je nach Bundesland unterschiedlich sein. Zum anderen treffen bei Stiftungen meist Vorstände, Angestellte oder Ehrenamtliche die Entscheidungen, und die müssen mehr Vorsicht walten lassen als Privatkunden, die über ihr eigenes Geld verfügen. Denn wenn etwas schief geht, besteht für Stiftungs-Gremien immer auch das Risiko, persönlich zur Rechenschaft gezogen zu werden.

Thomas Abel: Ergänzend möchte ich noch hinzufügen: Stiftungen müssen oftmals – anders als Privatkunden – vorab definierte Anlagerichtlinien beachten. Für die Stiftungsvermögensverwaltung bedeutet das, dass bestimmte Anlagen von vornherein ausgeschlossen oder risikomäßig begrenzt sind – da ist dann der Stiftungsvorstand in seinen Entscheidungen auch deutlich weniger flexibel als ein Privatanleger.

Ein Teil der Stiftungen verwaltet das Vermögen selbst, andere delegieren an Vermögensverwalter. Wie ist da die Arbeitsteilung? Gibt es auch Mischformen?

Jens Ammon: Nach unserer Erfahrung gibt es eine klare Trennung: Entweder verwaltet eine Stiftung ihr Vermögen komplett selbst oder sie überträgt diese Aufgabe – mit Ausnahme etwa von Liquidität, Festgeldern oder eigenen Immobilien – an externe Vermögensverwalter. In einigen Fällen unterstützen wir selbstverwaltende Stiftungen bei der Erstellung



Thomas Abel ist seit 2005 geschäftsführender Gesellschafter der HONORIS Treuhand GmbH. Schwerpunktmäßig befasste er sich mit Vermögens- und Nachfolgeplanung und ist als Dozent für verschiedene Ausbildungsinstitute tätig.

von Anlagerichtlinien, die Umsetzung erfolgt dann jedoch eigenständig. Typischerweise sind dies kleinere Stiftungen oder solche, deren Vorstände selbst einen Finanzhintergrund haben.

Thomas Abel: Zu beachten sind in diesem Zusammenhang auch Risikoaspekte. Für einen Vorstand

einer Stiftung, die er nicht selbst gegründet hat, ist eine Externalisierung der Wertpapieranlage auch deshalb sinnvoll, weil er damit Haftungsrisiken auslagern kann. Die trägt dann der Vermögensverwalter, der für die Einhaltung der Risikogrenzen verantwortlich ist.

Wie intensiv ist eigentlich die Kommunikation zwischen Ihnen als Vermögensverwalter und den Stiftungen?

Jens Ammon: Das ist sehr unterschiedlich. Bei langjährigen Mandaten mit gewachsenem Vertrauen reicht oft ein jährliches Treffen. Bei größeren oder staatlich beaufsichtigten Stiftungen ist der Austausch intensiver. Wir begleiten beispielsweise eine Bundesstiftung, da sind umfangreiche Abstimmungen, regelmäßige Reportings und detaillierte Berechnungen der Zinserträge erforderlich. Zwei Ministerien, die über Fördermittel entscheiden, prüfen das alles genau. Wenn die Stiftung in einem Jahr zu viel Mittel erwirtschaftet, sind gegebenenfalls Zuschüsse des Bundes wieder zurückzahlen. Das Mandat wird zudem alle vier Jahre neu ausgeschrieben. Das ist definitiv ein hoher Aufwand.

Kommen wir zu stiftungsspezifischen Qualifikationen. Gibt es hierfür Lehrgänge und Zertifikate?

Thomas Abel: Ja, es gibt anerkannte Zusatzqua-

“Sofern man jedoch wie wir umfassender mit Stiftungen zusammenarbeitet, sind Kenntnisse in Stiftungsrecht und über die Strukturen von Stiftungen sehr von Vorteil”

ifikationen. Ich möchte die zwei wichtigsten in Deutschland anführen. Die Deutsche Stiftungsakademie (DSA) bietet – unter anderem hier in Berlin



Jens Ammon ist seit April 2009 geschäftsführender Gesellschafter der HONORIS Treuhand GmbH. Sein Fokus liegt insbesondere auf der Beratung und Begleitung von Kunden bei der Strukturierung und Absicherung ihres Wertpapier-, Immobilien- und Beteiligungsvermögens und der Vermögensnachfolgeplanung.

auf Schwanenwerder – Lehrgänge für Stiftungsmanagement und Stiftungsberatung an. Ich selbst habe den Kurs zum Stiftungsberater absolviert. Da geht es um die Vermittlung von Grund- und Fachwissen für Gremienmitglieder und Mitarbeiter von Stiftungen.

Daneben gibt es im Bankenbereich die Frankfurt School of Finance & Management – bei der Herr Ammon und ich jahrelang als Dozenten tätig waren – und die bietet ähnliche Lehrgänge wie die DSA an.

Welche Stiftungskompetenz ist denn eigentlich für Vermögensverwalter erforderlich?

Thomas Abel: Für die reine Stiftungs-Vermögensverwaltung benötigen wir keine zusätzliche

Qualifikation. Sofern man jedoch wie wir umfassender mit Stiftungen zusammenarbeitet, sind Kenntnisse in Stiftungsrecht und über die Strukturen von Stiftungen sehr von Vorteil – gerade, wenn Stiftungsgründungen begleitet werden sollen oder umfassende Beratungen gewünscht sind. Eine rechtliche oder steuerliche Beratung übernehmen aber weiterhin spezialisierte Juristen, Notare oder Steuerberater, mit denen wir auch kooperieren.

Jens Ammon: Unsere Erfahrung zeigt, dass fundiertes Wissen über die Anforderungen von Stiftungen – etwa Reportingpflichten gegenüber Behörden – zu einer deutlichen Qualitätsverbesserung in der Zusammenarbeit mit Stiftungen führt. Deshalb hat mein Geschäftspartner Thomas Abel die Zusatzqualifikation erworben, um auch formell zu dokumentieren, dass dieses Wissen bei uns im Haus vorhanden ist und wir unsere Stiftungskunden auf Augenhöhe begleiten können. Ich bringe in diesem Bereich hingegen meine langjährigen Erfahrungen aus der Praxis und der Zusammenarbeit mit Stiftungen ein.

Der Stiftungsbereich gilt als nachhaltigkeitsaffin. Wie erfolgt die ESG-Integration in Ihrem Haus?

Jens Ammon: Ähnlich wie Privatkunden müssen wir Stiftungen im Beratungsprozess fragen, ob diese eine nachhaltige Geldanlage wünschen. Bejahen sie dies, dann setzen wir das – im Gegensatz zu vielen anderen Vermögensverwaltungen – auch um. Sofern Stiftungen ihre ESG-Präferenzen nicht selbst definieren, greifen wir auf die Vorgaben des Gesetzgebers zurück – die sich allerdings häufig nicht mit den individuellen Nachhaltigkeitsvorstellungen unserer Kunden decken.

Einfacher bei der Definition, aber teilweise schwieriger bei der Umsetzung ist, wenn Stiftungen eigene ESG-Kriterien formulieren, etwa wenn ihre Anlagerichtlinien Ausschlüsse von Unternehmen vorsehen, die Umsätze aus der Erschließung oder dem Verkauf von fossilen Energieträgern generieren. Das können wir dann umsetzen und sind sehr flexibel in der gemeinsamen Gestaltung. Solche individuellen Vorgaben können wir gut erfüllen.

Wie gehen Sie bei der ESG-Integration praktisch vor?

Thomas Abel: Bei standardisierten Vorgaben arbeiten wir mit Scoring-Modellen in Kooperation mit unserem Verband Unabhängiger Vermögensverwalter (VUV). Der VUV hat ein Vertragsrahmenwerk entwickelt, das uns ermöglicht, ein Basisportfolio Nachhaltigkeit anzubieten. Es erfüllt die gesetzlichen Mindestanforderungen, repräsentiert jedoch nicht die höchste ESG-Stufe. Die Kriterien lassen sich über unser Portfolio-Management-System abbilden. Titel werden nur dann ins Portfolio aufgenommen, wenn sie ein bestimmtes Mindest-Scoring bei Umwelt, Sozialem und Governance erreichen. Bei unserem Basisportfolio "Nachhaltigkeit" müssen einzelne Werte ein ESG-Scoring von mindestens 30 und Portfolios von mindestens 50 haben, bei einer Skala von 0 bis 100. Die Datengrundlage und KI-basierte ESG-Bewertung liefert Clarity AI innerhalb unserer Portfolio-Management-Software von Infront.

Verwenden Sie für ihre Stiftungs-Anlagestrategien spezielle Modelle?

Jens Ammon: Nein – oder positiv formuliert: wir sind hier nicht standardisiert. Wir möchten den individuellen Vorgaben der Stiftungen gerecht werden. Aufgrund unserer Größe und weil wir keine zentrale Portfolioverwaltung haben, können wir uns den Luxus leisten, Mandate individuell zu betreuen. Das erlaubt uns, glaubwürdig zu vermitteln, dass wir die Vorgaben und Vorstellungen der Stiftungsvorstände auch tatsächlich umsetzen.

Thomas Abel: Zudem verzichten wir auf eigene Fonds. Andere Vermögensverwalter bündeln Vermögen in eigenen Fonds, was buchhalterisch für Stiftungen einfacher ist. Wir haben uns jedoch von Anfang an gegen eigene Fondslösungen entschieden und setzen gegebenenfalls auf externe Fonds.

Hat sich die Asset Allocation bei Stiftungskunden in den letzten 10 oder 15 Jahren verändert?

Thomas Abel: In der Niedrigzinsphase standen Stiftungen unter Druck, laufende Erträge zu sichern. Da Bundesanleihen teilweise negative Renditen

brachten, musste man Alternativen wie Unternehmensanleihen oder andere Anlagen mit höherem Risiko wählen. Heute sieht es besser aus: Anleihen mit 3 bis 4 Prozent Kupon sind wieder verfügbar. Ältere Anleihen mit niedrigem Kupon bleiben allerdings eine Herausforderung, wenn man die Realisierung von Kursverlusten vermeiden möchte.

Jens Ammon: Wir setzten in der Niedrigzinsphase zudem auf alternative Anlagen wie Mikrofinanzfonds oder Cat Bonds, die trotz Schwankungen ordentliche Erträge lieferten. Zeitweise hatten wir auch offene Immobilienfonds im Portfolio, weil sie Ausschüttungen bei begrenztem Risiko ermöglichten. Nach Beginn des Ukrainekriegs haben wir aber alle Immobilienfonds-Anteile verkauft, um

"Aufgrund unserer Größe und weil wir keine zentrale Portfolioverwaltung haben, können wir uns den Luxus leisten, Mandate individuell zu betreuen."

die sich andeutenden Marktrisiken zu minimieren.

Wie bewerten Sie eigentlich alternative Anlagen – auch unter dem Aspekt der Nachhaltigkeitswirkung?

Thomas Abel: Investitionen in Projekte wie z.B. Aufforstungen von Wäldern in Mittel- und Südamerika bieten oft mehr nachhaltigen Impact als klassische Fonds oder Aktien. Allerdings sind solche Investments meist nicht liquide, sie erfordern Vertrauen in das Management und es bestehen sicherlich auch höhere Risiken. Für eine Stiftung kann es daher sinnvoller sein, ihre Impacts nicht indirekt über die Geldanlage, sondern direkt über die Stiftungstätigkeit zu erzielen, denn über diese hat sie volle Kontrolle. Aufgrund der Erfahrungen in den letzten Jahren, raten wir aber grundsätzlich von außerbörslichen Anlagen ab!

Jens Ammon: Mikrofinanz- und Cat Bond Fonds sind für uns weiterhin interessant, auch weil sie neben einem ESG-Impact einen guten Beitrag zur Diversifikation leisten. Ein Vorteil für uns ist, dass die ganz großen Häuser diese Art von Anlagen teilweise nicht beimischen können, da die von ihnen bewegten Volumina im Rahmen von großen Stiftungsfonds oder Stiftungsmandaten vom Markt gar nicht aufgenommen werden könnten bzw. zu starken Marktveränderungen führen würden.

Ist die Hinwendung der Stiftungen im letzten Jahrzehnt zu riskanteren Anlagen wie etwa Aktien oder alternativen Anlagen irreversibel?

Jens Ammon: Irreversibel ist in diesem Bereich natürlich nichts. Der Trend geht aber klar dahin, wieder klassische Anleihen oder Rentenfonds aufzunehmen. Wenn sichere Erträge über der Zielausschüttung liegen, etwa 3,5 Prozent nach Kosten bei einem Ziel von 3 Prozent, greifen wir weiterhin lieber zu schwankungsarmen Instrumenten als zu risikoreicheren Strategien.

Besteht auch im Stiftungsbereich ein Zielkonflikt zwischen kurzfristigen kräftigen Marktschwankungen und langfristiger Perspektive?

Jens Ammon: Grundsätzlich sind Stiftungsgelder auf unbefristete Dauer angelegt, also sehr langfristig. Kurzfristige Marktschwankungen sind daher weniger kritisch. Dennoch möchten wir vermeiden, dass Stiftungen am Jahresende hohe Buchverluste ausweisen müssen, die zu Problemen mit der Stiftungsaufsicht führen könnten. Unsere Anlagestrategien sind daher in der Tendenz konservativ ausgerichtet, um die Volatilität zu begrenzen. Im Fokus stehen eher Fragen wie: Welche laufenden Erträge werden benötigt? Sollen die Erträge direkt ausgeschüttet werden oder in thesaurierende Fonds angelegt werden, um zusätzliche Reserven aufzubauen.

Haben Sie bei den Ausschüttungen für den Stiftungszweck explizite Zielvorgaben, möglicherweise sogar Formeln?

Jens Ammon: Nein. Wir versuchen Formeln

aus den Anlagerichtlinien grundsätzlich wieder herauszudiskutieren, weil der Stiftungsvorstand dadurch angreifbar wird.

Von regulatorischer Seite gibt es auch keine vorgeschriebene Ertragsquote, die eine Stiftung erwirtschaften muss. Eine Stiftung wird auch nicht automatisch sanktioniert, wenn sie nur niedrige Erträge erzielt. Aber wenn sie über Jahre hinweg keine Erträge erzielt und damit auch nicht dem Stiftungszweck nachkommen kann, werden die Aufsichtsbehörden schon mal kritisch nachfragen. Reguliert ist hingegen, wie Erträge zu verwenden sind: Ein Teil kann als Rücklage für künftige Unwägbarkeiten dienen, der Rest muss zeitnah dem Stiftungszweck zugeführt werden, wobei der Zeitrahmen hierfür gleichfalls vorgegeben ist.

“Unsere Anlagestrategien sind daher in der Tendenz konservativ ausgerichtet, um die Volatilität zu begrenzen.”

Was sind derzeit für die Stiftungsvermögensanlage die größten Herausforderungen an den Kapitalmärkten – Stichwort Zölle?

Jens Ammon: Vor allem die Unsicherheit an den Märkten. Es heißt zwar in jeder Krise „so schwierig wie heute war es noch nie.“ Das haben wir beim Ukrainekrieg, während Corona und in der Finanzkrise gesehen –, aber letztlich setzten sich die bekannten Marktmechanismen immer wieder durch. Wir gehen davon aus, dass das auch jetzt wieder der Fall sein wird. Dennoch dürfte in diesem Jahr, wie gesagt, die, politisch erzeugte, wirtschaftliche Unsicherheit das große Thema bleiben. Eine weitere aktuell debattierte Frage lautet: Sind Unternehmen aus der Verteidigungs-Industrie nicht auch je nach Betrachtungsweise nachhaltig? Und ist das im Kontext des Umbaus der Wirtschaft in den nächsten Jahren stärker in den Portfolios

der Kunden zu berücksichtigen?

Thomas Abel: Hinzu kommt, auch wenn das Ihre Frage nur mittelbar betrifft, die Reform des Stiftungsrechts. Da gab es eine Reihe von Vereinfachungen, die beispielsweise Stiftungsgründungen erleichtern sollen. Allerdings bleibt das Stiftungsrecht in Deutschland weiterhin noch Ländersache, was für eine gewisse Uneinheitlichkeit sorgt.

Letzte Frage: Welche Rolle spielt die unabhängige Vermögensverwaltung für Stiftungen in zehn Jahren? Werden mehr Stiftungen ihre Gelder selbst verwalten?

Jens Ammon: Ich glaube, Individualität wird Trumpf bleiben. Die wird sogar noch an Bedeutung gewinnen, gerade wenn es darum geht, klare Anlage- und Nachhaltigkeitsrichtlinien zu formulieren.

Ein weiterer Punkt ist, dass sich Banken zunehmend aus dem Stiftungssegment zurückziehen. Das gilt sicher nicht für die Häuser, mit denen die ganz großen Stiftungen kooperieren. Aber in der Breite bauen Banken Kapazitäten ab, und das eröffnet den unabhängigen Vermögensverwaltern in diesem Kundensegment Chancen.

In puncto Selbstverwaltung der Vermögen glaube ich allerdings nicht, dass dies zunehmen wird.

Thomas Abel: Das sehe ich genauso. Die Verantwortung und Haftung bleibt immer beim Stiftungsvorstand – das hemmt eine echte Selbstverwaltung in der Breite. Nur große Stiftungen mit eigenem Finanzvorstand können ein eigenes Portfolio-Management aufbauen. Kleinere und mittlere Stiftungen werden weiterhin auf spezialisierte Vermögensverwalter oder Stiftungsfonds setzen.

Herr Abel, Herr Ammon, wir danken Ihnen für das Gespräch

Institut für Vermögensaufbau und V-Bank

STIFTUNGSDEPOTS UNABHÄNGIGER VERMÖGENSVERWALTER

Das Institut für Vermögensaufbau analysierte auch für das vergangene Jahr Depotdaten der V-Bank, die zeigen, wie unabhängige Vermögensverwalter Stiftungsdepots managen.

Das Institut für Vermögensaufbau (IVA) führte 2025 im dritten Jahr in Folge eine deskriptive statistische Untersuchung von bei der V-Bank deponierten Stiftungsportfolios durch. Untersucht wurden dabei wichtige Portfolioeigenschaften wie Assetallokation, Erträge, Kosten usw. aus dem jeweiligen Vorjahr. Damit liegen statistische Auswertungen für die Jahre 2022, 2023 und 2024 vor. In der ersten Untersuchung für das Anlagejahr 2022 wurden 383 Portfolios von 83 unabhängigen Vermögensverwaltern untersucht, für das Jahr 2024 waren es schon 525 Stiftungs-Depots von 98 unabhängigen Vermögensverwaltern.

Größe der Stiftungsvolumina

Zunächst zur Größenverteilung der 525 Stiftungsdepots. Der Median des für 2024 berücksichtigten Depotvolumens liegt bei 1,10 Mio. Euro. D.h. die eine Hälfte der Stiftungsdepots hat ein geringeres, die andere Hälfte ein größeres Volumen. Über 9 Prozent der Stiftungsportfolios hatten 2024 ein Volumen über 10 Mio. Euro. Der Mittelwert liegt bei 3,58 Mio. Die sehr große Differenz zwischen Median und Mittelwert rührt daher, dass im arithmetischen Mittel die großen Stiftungsdepotvolumina einen starken Einfluss ausüben, der beim Median fehlt, weil hier nur die Rangposition der Portfolios berücksichtigt wird.

Verteilung der Anlageklassen

Im Jahr 2024 lagen Anleihen nach einer deutlichen Steigerung mit einem Gewicht von 44,0 (2023: 41,1) Prozent pro Depot deutlich vor Aktien mit 37,3 Prozent (2023: 37,2 Prozent).

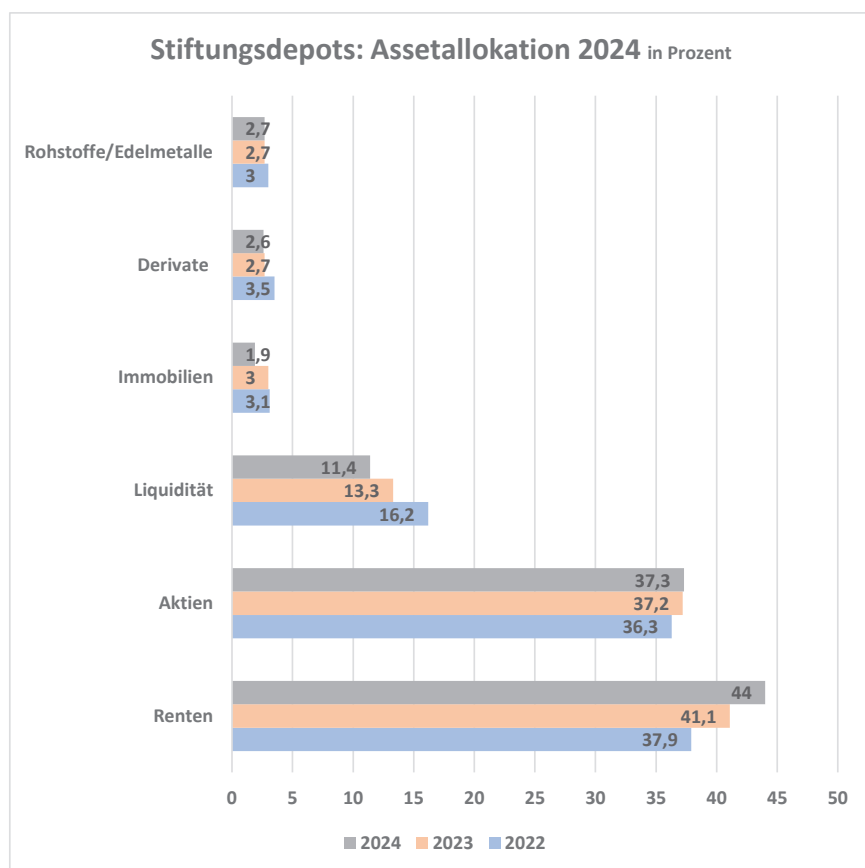
2024 war die Liquiditätsquote mit 11,6 Prozent geringer als im Vorjahr (2023: 13,3 Prozent). Rohstoffe (hauptsächlich Edelmetalle) kamen im Wesentlichen unverändert auf 2,7 Prozent, Derivate

auf 2,6 Prozent, während die Immobilienquote (Wertpapiere wie REITs usw.) mit 1,9 Prozent geringer war als im Vorjahr (mit 2,7 Prozent).

Im Folgenden schauen wir uns die Allokationsfeinstruktur bei Aktien und Anleihen etwas näher an.

Struktur Aktien

Im Hinblick auf die regionale Gewichtung entfielen im durchschnittlichen Stiftungsdepot des vergangenen Jahres 34,2 (2023: 36) Prozent auf Aktien aus der Eurozone. Titel aus Europa (GB plus



Datenquelle: Präsentation „Deskriptive Analyse der Stiftungsportfolios“, 31.12.2023-31.12.2024, Dr. Andreas Ritter, Institut für Vermögensaufbau / V-Bank

Euroland plus Resteuropa) machten 2024 exakt 50 Prozent (2023: 52,2%) aus. Nordamerika folgte mit 42,4 Prozent (2023: 39,7%). Emerging Markets hatten 2024 einen Anteil von 3,5 Prozent (2023: 3,3%), Japan kam auf 1,9 Prozent (2023: 1,9%), der Rest-Pazifik-Raum auf 2,2 Prozent (2023: 2,6%). Insgesamt waren gegenüber dem Vorjahr auffällig die Verringerung der Eurolandquote und der Anstieg der US-Quote.

Im Hinblick auf die Sektoren haben im durchschnittlichen Depot Technologietitel mit 17 Prozent und Finanztitel mit 16,6 Prozent den höchsten Anteil an den Aktieninvestitionen (hier: 100 %), gefolgt von Gesundheit (13,4%) und Industrie (12,5%).

83,9 Prozent des Aktiengewichts gehen auf Large Caps zurück, 11,2 Prozent auf Mid Caps und 4,9 Prozent auf Small Caps.

Bei Aktien (Einzeltitel) hat das IVA ein Beliebtheitsranking – gemäß Anzahl der sie enthaltenden Depots und Gewicht – erstellt, wir beschränken uns auf die Top Ten. Erfasst wird dabei zum einen die Anzahl „n“ der Stiftungsdepots (für 2024 von 525), in denen eine bestimmte Aktie enthalten ist. Zugleich wird das durchschnittliche Gewicht der Aktie in den „n“ Depots erfasst.

Unter den ersten 10 Titeln sind 6 Aktien (2023: 7) im DAX enthalten. Auf Position 1 steht, wie im Vorjahr, die Allianz-Aktie, die in 134 Depots lag, gefolgt von der Deutschen Post, die in 100 Depots anzutreffen war.

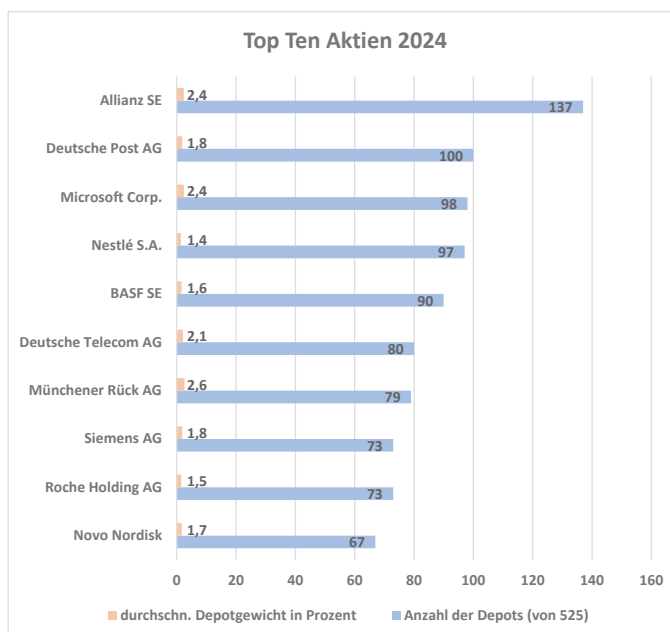
Struktur Anleihen

Von den Rentenpapieren (Einzeltitel) waren 2024 (2023) im durchschnittlichen Depot 88,5 (88) Prozent in Euro notiert, 8,3 (7,8) Prozent in USD, der Rest in Hartwährungen und auch Weichwährungen.

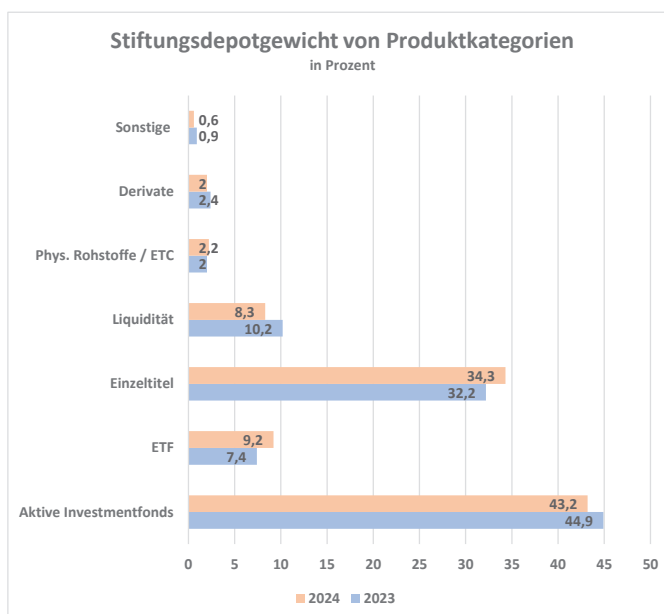
Die Restlaufzeit der Anleihen in den Stiftungsportfolios war 2024, wie auch schon im Vorjahr, überwiegend im kürzeren Bereich konzentriert. Bis 3 Jahre betrug die Laufzeit für 44,3 (2023: 42,1) Prozent der Anleihen im Durchschnittsdepot. Im Bereich 3 bis 5 Jahre waren es 17,5 (19,6) Prozent. 5 bis 7 Jahre Restlaufzeit hatten 11,8 (10,3) Prozent,

7 bis 10 Jahre 10,6 (9) Prozent. 9,4 (13) Prozent der Bonds hatten eine Laufzeit von über 30 Jahren, womit der Anteil der Ü30 gegenüber dem Vorjahr deutlich abgenommen hat.

82 (2023: 84,4) Prozent der Renten hatten ein



Datenquelle: Präsentation „Deskriptive Analyse der Stiftungsportfolios“, 31.12.2023-31.12.2024, Dr. Andreas Ritter, Institut für Vermögensaufbau / V-Bank



Datenquelle: Präsentation „Deskriptive Analyse der Stiftungsportfolios“, 31.12.2023-31.12.2024, Dr. Andreas Ritter, Institut für Vermögensaufbau / V-Bank

Investment-grade-Rating, 6,8 (7,6) Prozent ein Non investment grade und 11,2 (8) Prozent waren ohne Rating. Triple A hatten 16,5% (2023: 17,9) Prozent der Anleihen, ein AA 14,0 (14,6) Prozent, ein A 19,5 (22,4) Prozent. Lower medium grade erhielten 32,5 (29,5) Prozent der Anleihen.

Anteilig deutlich zugenommen gegenüber 2023 haben BB und die Qualifizierung „ohne Rating“, abgenommen hat insbesondere der Anteil von A-Ratings.

Verteilung der Produktklassen

Die Verteilung der Produktklassen im durchschnittlichen Stiftungsportfolio zeigt, wie Anlage-Entscheidungen praktisch umgesetzt wurden.

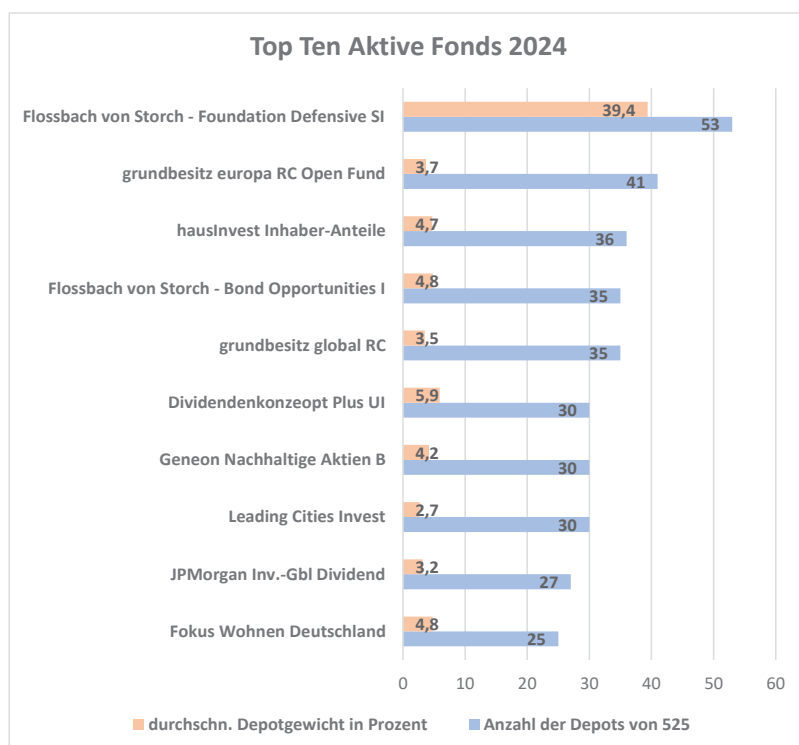
Insgesamt hatten 2024 Fonds ein durchschnittliches Depotgewicht von 43,2 Prozent (2023: 44,9%), wobei Mischfonds mit 13,6 Prozent vorne lagen, gefolgt von Stiftungsfonds (12,9%) Rentenfonds (7,6%) und Aktienfonds (6,4%). Der Gewichts-Anteil von ETFs ist mit 9,2 Prozent deutlich geringer. Einzeltitel Aktien kommen auf 13,8 Prozent, Einzeltitel Anleihen auf 20,5 Prozent, zusammen sind das 34,3 Prozent und damit ein wenig mehr als im Vorjahr (32,2%).

Die Top Ten der aktiven Investmentfonds

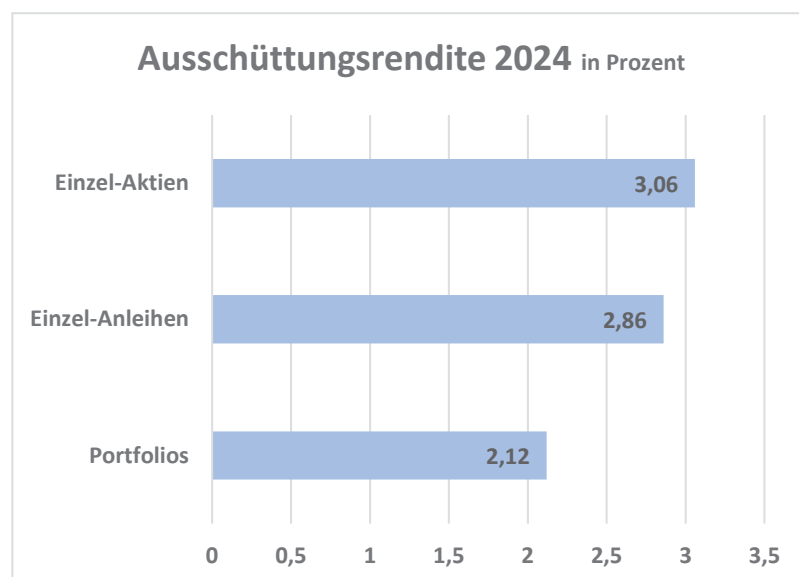
Das IVA hat auch die beliebtesten aktiv verwalteten Fonds untersucht. Wir beschränken uns hier wie bei den Top-Aktien auf die Top Ten.

An der Spitze der Top Ten der Fondsfavoriten gemäß Depothäufigkeit steht mit klarem Abstand weiterhin wie schon in den Vorjahren der „Flossbach von Storch – Foundation Defensive SI“. Anteil dieses Fonds waren 2024 in 53 von 525 Stiftungsdepots (2023 in 54 von 475 / 2022: in 52 von 383) enthalten. Das durchschnittliche Gewicht dieses Fonds in den 53 Depots beträgt, ähnlich 2023, fast 40 Prozent. Mit dieser Gewichtung ragt der Fonds weit heraus und unterscheidet sich von allen anderen Top-Ten-Fonds. Denn die haben ein sehr viel geringeres Gewicht in den Depots, in denen sie präsent sind. Zudem sind sie auf bestimmte Segmente spezialisiert, bei der Hälfte sind es Im-

mobilien. Das bedeutet, dass diese Fonds nur als Bausteine bzw. Beimischungen gewählt werden, wohingegen der Erstplatzierte als „idealtypischer“ Stiftungsfonds eingesetzt wird.



Datenquelle: Präsentation „Deskriptive Analyse der Stiftungsportfolios“, 31.12.2023-31.12.2024, Dr. Andreas Ritter, Institut für Vermögensaufbau / V-Bank



Datenquelle: Präsentation „Deskriptive Analyse der Stiftungsportfolios“, 31.12.2023-31.12.2024, Dr. Andreas Ritter, Institut für Vermögensaufbau / V-Bank

Innere Kosten, Ausschüttungen und Performance

Bei den inneren Kosten der Stiftungsdepots – also bei den Kosten für die einschlägigen Ausgaben des Vermögensverwalters – liegt der Mittelwert bei 0,38 Prozent, der Median bei 0,35 Prozent. Beschränkt man sich auf die mittleren 50 Prozent der Depots, dann liegen die inneren Kosten in einem Bereich zwischen 0,10 und 0,55 Prozent.

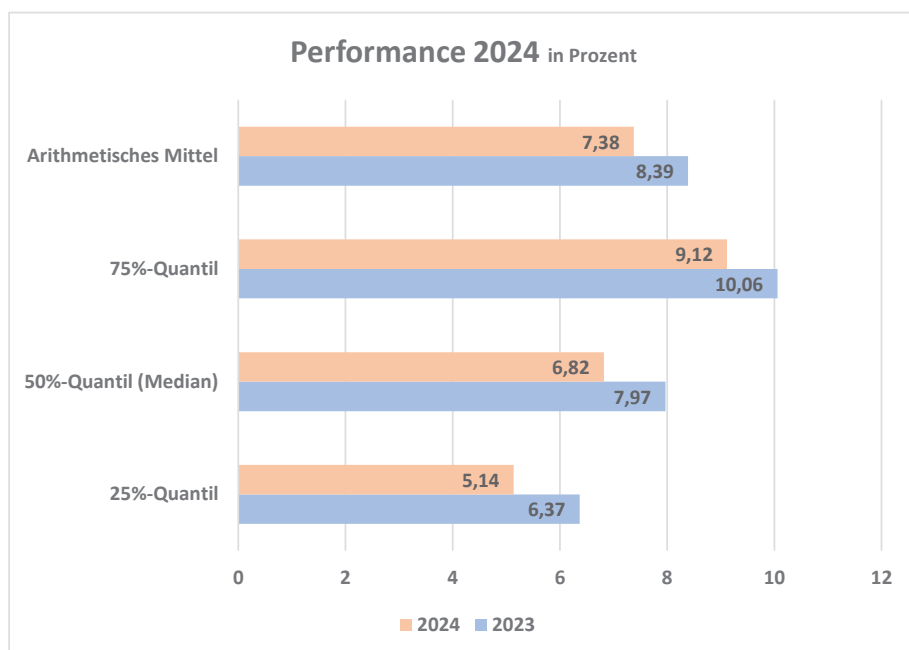
Die Ausschüttungsrendite auf Depotebene betrug 2024 sowohl beim Medianwert wie beim Mittelwert 2,12 Prozent. Bei den mittleren 50 Prozent der Stiftungsdepots lag sie zwischen 1,52 und 2,86 Prozent. Bei der Mehrheit der Einzelaktien lag die Dividendenrendite zwischen 1 und 4,5 Prozent, bei einem kleineren Teil des Aktienvermögens war sie deutlich höher. Die Kuponrendite von Einzelanleihen lag mehrheitlich im Bereich zwischen 1,5 und 4 Prozent.

Die Performance der Stiftungsdepots im Jahr 2024 blieb ein wenig hinter dem Ergebnis im Vorjahr zurück. Der Performance-Mittelwert

für die 525 erfassten Portfolios lag bei 7,38 (2023: 8,39) Prozent. Der Median-Wert der Performance bzw. das 50%-Quantil war bei (6,82) 7,97 Prozent. Das 25%-Quantil (25 % der Depots sind schlechter) erzielte 5,14 (6,37) Prozent. Das 75%-Quantil kam auf 9,12 (10,06) Prozent.

Fazit

Nachdem das IVA drei Jahre in Folge Stiftungsportfolios unabhängiger Vermögensverwalter, die bei der V-Bank deponiert sind, einer deskriptiven Analyse unterzogen hat, liegt jetzt bereits eine kurze Zeitreihe vor. Wie bereits zwischen 2022 und 2023 waren auch zwischen 2023 und 2024 punktuell durchaus erwähnenswerte Veränderungen zu beobachten. Die mögen teils auf die laufende Erweiterung der Depot-Grundgesamtheit, teils auf Anlageentscheidungen, teils auf das sich ändernde Marktumfeld zurückzuführen sein. Dennoch sind wesentliche strukturelle Merkmale etwa der Assetallokation oder auch der Produktwahl relativ konstant geblieben. Das ist bei insgesamt recht ausgewogen ausgerichteten Stiftungsportfolios mit langem Anlagehorizont auch nicht anders zu erwarten.



Technik und Regulierung

ÄNDERUNGEN BEI DER MELDEPFLICHT

Absehbare Änderungen bei der Meldepflicht für Transaktionen



Jan Löffelmann ist Wirtschaftsinformatiker und betreut meldepflichtigen Kunden der vv.de Finanzdatensysteme

Seit dem 3. Januar 2018 sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach Artikel 26 MiFIR verpflichtet, den Abschluss von Geschäften in Finanzinstrumenten an die zuständigen Aufsichtsbehörden zu melden. Nun steht die erste tiefgreifendere Überarbeitung der technischen Regulierungsstandards (RTS) durch die ESMA bevor, die die Entwürfe der RTS bis spätestens zum 29. September 2025 der Europäischen Kommission vorzulegen hat.

Am 3. Oktober 2024 wurde dafür der erste Schritt gemacht: Die ESMA hat eine Konsultation der Vorschläge zur Änderung der RTS 22 und 24 veröffentlicht. Neben neuen Berichtspflichten für bisher nicht betroffene Derivate stehen vor allem eine umstrukturierte Datenarchitektur und ein zeitgemäßes Format im Fokus.

In der Praxis bedeuten diese Anpassungen recht tiefgreifende Änderungen im Ablauf einer Transak-

tionsmeldung, die in der Folge genauer vorgestellt werden.

Meldepflichten

Ein Kernstück der Reform ist die Ausweitung der Meldepflicht auf bislang ausgenommene OTC-Derivate. Zusätzlich gemeldet werden müssen nun auch solche, die in Artikel 8a(2) MiFIR beschrieben und nicht über einen Handelsplatz gehandelt werden.

Für meldepflichtige Marktteilnehmer heißt das vor allem: Es kommen zwar mehr Meldungen dazu, aber nicht mehr Komplexität – diese Derivate mussten ohnehin schon gemeldet werden, sofern sie über einen Handelsplatz gehandelt wurden.

Gleichzeitig entfällt die bisher starre Pflicht zur separaten Meldung von Transaktionen gegen die eigenen Bücher (DEAL), sofern eine „Transmission of Order“ vorliegt – ein Pragmatikschub, der wiederum eine Menge an Transaktionsmeldungen einsparen dürfte.

Neue Felder

Im Zuge der geplanten Reformen legt die ESMA besonderen Fokus auf eine deutlich verbesserte Datenqualität im Transaktionsreporting. Zur Förderung von Transparenz und Nachvollziehbarkeit werden mehrere neue Felder eingeführt, die eine präzisere Abbildung von Transaktionen ermöglichen.

So sollen etwa zusätzliche Zeitstempel die zeitliche Einordnung verbessern, während ein anderes Feld eine bessere Trennung zwischen ausführender und einreichender Entität ermöglicht.

Dazu kommen weitere Identifikatoren, die eine Verknüpfung zwischen einzelnen Meldungen erleichtern. Zum Beispiel der sogenannte „Chain Identifier“, ein eindeutiger Code, der für alle Teilnehmer einer Ausführungskette gleich ist.

Insgesamt ermöglichen die neuen Felder also mehr Struktur und Verknüpfbarkeit – insbesondere in komplexen Ausführungsketten oder bei aggregierten Orders.

Aber nicht nur neue Daten, auch Entschlackung steht auf der Agenda: Der ShortSellingIndicator fällt weg, da MiFIR Art. 26(3) keine Ausweisung von Short-Sales mehr verlangt.

Feldanpassungen

Ergänzend zu den neuen und wegfallenden Feldern erfahren auch die bestehenden eine umfassende Überarbeitung. Zahlreiche von ihnen werden in ihrer Definition geschärft, teilweise aufgesplittet oder unter neuen Bezeichnungen geführt.

Beispielsweise müssen durch Feldaufteilungen Finanzinstrumente, die nicht auf der Referenzliste der ESMA zu finden sind, detaillierter beschrieben werden. Auch Bezeichnungsänderungen für Felder, wie „Report Status“ zu „Action Type“ oder „Instrument Identification Code“ zu „ISIN“, könnten manchem bekannt vorkommen, der sich mit anderen Meldungen auseinandersetzt – denn ein insgesamt einheitlicheres Reporting-Framework, im Einklang mit weiteren Regelwerken wie EMIR oder SFTR, ist Ziel dieser Anpassungen.

Die Neugestaltung folgt dabei einem klaren Prinzip: mehr Präzision bei gleichzeitiger Entlastung durch vergleichbarer aufgebaute und dadurch besser handhabbare Informationen.

Meldeformat

Die letzte große Anpassung betrifft die technische Seite: Der Vorschlag zur Änderung des Meldeformates von XML auf JSON. Im Vorfeld hatte die ESMA dazu im Januar 2024 eine Untersuchung verschiedenster Datenformate veröffentlicht, aus der JSON als bester Kompromiss hervorging. Denn dieses Datenformat bleibt mit der ISO20022Methodik kompatibel und bietet gleichzeitig eine deutlich einfachere Syntax, höhere Zuverlässigkeit sowie schnellere Datenübertragung. Dank besserer

Parsing und Serialisierungsleistung lassen sich Validierungen schneller durchführen, was die Effizienz der Datenverarbeitung insgesamt steigert.

Für Marktteilnehmer bedeutet das vor allem eine schnellere Validierungsantwort auf getätigte Transaktionsmeldungen und weniger Komplexität bei der Konvertierung in das Zielformat – mit der Einschränkung, dass bestehende Prozesse stark angepasst werden müssen.

Der Druck bleibt

Am Meldeablauf ändert sich wenig – weiterhin nötig ist das Melden bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (in Deutschland z.B. über das MVP-Portal der BaFin) bis spätestens zum nächsten Arbeitstag nach der Transaktion.

Auch das nötige Spezialwissen zur korrekten Befüllung der Felder wird eher mehr als weniger und belastet damit vor allem kleinere Vermögensverwalter zusätzlich. Aus eigener Erfahrung steigt der Komplexitätsgrad bei mehr Feldern stärker als nur linear an, da zusätzliche Abhängigkeiten und Informationen beachtet werden müssen.

Es bleibt daher zu hoffen, dass die ESMA ihre Guidelines rechtzeitig überarbeitet, um die korrekte Ausfüllung der angepassten Transaktionsmeldungen anhand von Beispielen rechtzeitig überblicken zu können.

Fazit

Noch sind auf dem Weg zum finalen Standard allerdings Detailentscheidungen zu abzuwarten. Bis diese Änderungen dann auch umgesetzt werden müssen, wird erfahrungsgemäß aber noch etwas Zeit ins Land gehen – wahrscheinlich frühestens 2026.

Meldepflichtige Unternehmen sollten trotzdem jetzt bereits prüfen, wie sich ihre ReportingSysteme anpassen lassen. Ein frühzeitiges Mapping der neuen Felder und die Umstellung auf das JSON-basierte Melde-Zielformat ermöglichen reibungslose Validierungen und saubere Transaktionsmeldungen. So sind Sie von Beginn an bestens gerüstet, sobald die überarbeiteten RTS 22 und 24 in Kraft treten – und erfüllen die Anforderungen an Transparenz und Nachvollziehbarkeit ohne größere Nacharbeiten.

Aufsichtsrechtliche Anforderungen

QUALIFIKATION VON REGULIERTEN VERMÖGENS- VERWALTERN UND DEREN ÜBERWACHUNG

Von Jürgen App

Einführung

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) stellt klare Anforderungen an die Qualifikation von regulierten Vermögensverwaltern, deren Grundlagen sich im Wertpapierinstitutsgesetz (WpIG) finden. Diese Anforderungen sind zunächst relevant im Rahmen des Erlaubnisverfahrens zur Erlangung einer Erlaubnis als Wertpapierinstitut, welche Voraussetzung ist, um die Vermögensverwaltung gemäß Definition des WpIG als Dienstleistung zu erbringen. Daneben wird die Einhaltung der erforderlichen Qualifikationen aber auch im Rahmen der laufenden Aufsicht fortlaufend durch die BaFin überwacht.

Erhalt einer Erlaubnis

Anforderungen an die Qualifikation von Geschäftsleitern

Gefordert werden von den Geschäftsleitern umfangreiche Fachkenntnisse, Zuverlässigkeit und persönliche Eignung. Dies umfasst sowohl theoretische als auch praktische Kenntnisse der Kapitalmärkte, des Portfoliomanagements und der regulatorischen Rahmenbedingungen.

Geschäftsleiter müssen im Einzelnen eine mehrjährige leitende Tätigkeit in einer vergleichbaren Tätigkeit nachweisen können. Üblicherweise wird mindestens drei Jahre Leitungserfahrung bei einer Organisation vergleichbarer Größe und Geschäftsart als ausreichend gelten. Idealerweise ist dies auch im Vorfeld durch eine herausgehobene Stellung in Bezug auf die Vertretungsmacht zu unterlegen, etwa als Prokurist oder Generalbevollmächtigter.



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

Nachzuweisen ist daneben der Werdegang durch einen lückenlosen Lebenslauf und ein Führungszeugnis, einen Auszug aus dem Gewerbezentralregister sowie Angaben zu Nebentätigkeiten und zur zeitlichen Verfügbarkeit.

Organisatorische und aufsichtsrechtliche Anforderungen

Für den Erhalt einer Erlaubnis ist auch ein tragfähiger Geschäftsplan, die Darstellung des

organisatorischen Aufbaus sowie der Ablauforganisation notwendig. In diesem Zusammenhang sind die Qualifikationen bei der Besetzung von verschiedenen betrieblichen Funktionen nachzuweisen. Zudem sind ausreichende Eigenmittel (als absolute Größe und als Relation im Verhältnis zu bestimmten Aufwendungen) und eine angemessene IT-Ausstattung nachzuweisen.

Laufende Überwachung

Jährliche Prüfung und Berichterstattung

Ein unabhängiger Wirtschaftsprüfer prüft generell jährlich neben dem Jahresabschluss auch die Einhaltung der regulatorischen Vorgaben im Rahmen der Jahresabschlussprüfung und teilweise auch im Rahmen einer gesonderten Prüfung nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Gegenstand ist hierbei auch, ob die Gesellschaft und ihre Mitarbeitenden die aufsichtsrechtlichen Anforderungen – einschließlich der Qualifikation und Zuverlässigkeit – erfüllen. Die Prüfungsberichte- bzw. -ergebnisse sind der BaFin und der Bundesbank vorzulegen.

Überwachte betrieblichen Funktionen bzw. Mitarbeitergruppen

Im Rahmen der jährlichen Prüfung sind insbesondere auch folgende betriebliche Funktionen bzw. Mitarbeitergruppen durch den Prüfer explizit zu beurteilen:

- Aufsichtsrat
- Vorstand/Geschäftsführung
- Interne Revision
- Risikomanagement-Funktion
- Compliance-Funktion
- Geldwäsche-Funktion
- Verantwortliche für das Portfoliomanagement
- Vertriebsbeauftragter (sofern vorhanden)

Bei seiner Beurteilung hat der Wirtschaftsprüfer gemäß maßgebender Rechtsverordnung eine explizite Aussage zu einzelnen Organen des Unternehmens wie Geschäftsleitung und, sofern vorhanden, Aufsichtsrat zu treffen. Diese Anforderung ist für den Wirtschaftsprüfer allerdings mit einem gewissen Interessenkonflikt behaftet, da er auch dasjenige Organ zu beurteilen hat, welches ihm seinen Auftrag erteilt hat und in der Zukunft ggf. wieder erteilen soll. Dieser Interessenkonflikt ist dem Ordnungsgeber bekannt, fraglich ist allerdings, ob er allen Adressaten der Prüfung vollumfänglich bewusst ist.

Daneben ist auch die Qualifikation bzw. Ordnungsmäßigkeit der oben genannten Funktionen zu beurteilen. Auch Mitarbeitende, die im Kundengeschäft Anlageentscheidungen treffen, müssen ihre Sachkunde und Zuverlässigkeit nachweisen.

Regelmäßige Weiterbildungen bzw. Schulungen sind für die oben genannten Funktionen bzw. Mitarbeitergruppen verpflichtend, um die aktuellen betrieblichen und regulatorischen Anforderungen und Entwicklungen abzudecken.

Maßnahmen der Aufsicht

Die BaFin kann auf dieser Grundlage weitere Maßnahmen ergreifen oder Nachbesserungen verlangen. Bei Defiziten im Bereich der Qualifikation werden typischerweise deren Abstellung durch geeignete Nachweise mit Fristsetzung gefordert. Bei wesentlichen Versäumnissen können daneben Bußgelder drohen. In schweren Fällen kann die BaFin auch Maßnahmen in Bezug auf einzelne Mitarbeiter auferlegen bis hin zu Abberufungsverlangen gegenüber Geschäftsleitern.

Überwachung von Investmentansatz und Anlagestrategien?

Interessant ist, inwieweit der Investmentansatz und die Anlagestrategien der Vermögensverwalter der Überwachung unterfallen. Hierbei ist Folgendes festzuhalten:

Der Investmentansatz selbst wird inhaltlich nicht bewertet, solange er rechtlich zulässig und im Einklang mit den Kundenvorgaben ist. Lediglich in extremen Fällen werden hier Defizite offenbar (z.B. ein Kunde fragt einen Investmentansatz mit Fokus auf „Nachhaltigkeit“ an, der Vermögensverwalter kann/will dies aber nicht anbieten). Oft sind die Kundenanfragen aber nicht derart spezifisch oder aber die Investmentansätze der Vermögensverwalter entsprechend flexibel.

In Bezug auf Anlagerichtlinien ist Schwerpunkt der Überwachung, ob geeignete Anlagerichtlinien existieren und ob diese eingehalten werden. Es wird im Wesentlichen überwacht, ob die mit Kunden vereinbarten Anlagestrategien mit den vereinbarten Anlagezielen und Risikoprofilen der Kunden übereinstimmen. Die spezifische Umsetzung anhand bestimmter Finanzinstrumente ist, abgesehen von Einzelaspekten, die sich aus den Überwachungsbereichen Product Governance oder Kosten-Nutzen-Überprüfung ergeben, generell nicht Gegenstand der Prüfung.

In jedem Fall sind die Qualität oder die Erfolgsaussichten eines Investmentansatzes als Ausfluss der Qualifikation eines Vermögensverwalters nicht Gegenstand der Überwachung.

Fazit

Die BaFin erwartet von regulierten Vermögensverwaltern eine fundierte Ausbildung, relevante Berufserfahrung und ein hohes Maß an persönlicher Zuverlässigkeit bei der Geschäftsleitung und auch bei anderen betrieblichen Funktionen und Mitarbeitergruppen. Wirtschaftsprüfer überprüfen und überwachen im Rahmen regelmäßiger gesetzlicher Prüfungen für die BaFin diese Qualifikationen sowie die Einhaltung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen und berichten darüber an diese. Diese Überwachung stößt allerdings dort an Grenzen, wo methodische Fragen des Investmentansatzes und der Anlagerichtlinien tangiert werden.

Weiterbildungszertifikate

VERMÖGENSVERWALTUNG DES HUMANKAPITALS VON VERMÖGENSVERWALTERN

Ein kleiner Vergleich zwischen den USA und Deutschland zur Verbreitung und zum Nutzen zweier hochwertiger Weiterbildungszertifikate

Unabhängige Vermögensverwalter in Deutschland sind gesetzlich verpflichtet, einen qualifizierten Nachweis ihrer Fachkunde zu erbringen. Eine darüber hinausgehende Höherqualifikation erfordert zwar keine Zertifikate, aber einschlägige Zertifikate beglaubigen gegenüber Außenstehenden, dass der Bildungsgang auf einem strukturierten Lernweg erfolgt und von unabhängigen Instanzen geprüft worden ist. Allerdings sind Zertifikate privater Anbieter nicht umsonst, und daher sollten sie sich beruflich schon auch „lohnen“. Was das bedeutet, hat Gary Becker seit den 1950er Jahren in wegweisenden Analysen zur Humankapitaltheorie ausgearbeitet. Man sollte annehmen, dass Spezialisten für die Kapitalanlage berufsbedingt sich am wenigsten dagegen wehren können, ihre eigene Qualifizierung als Investment zu kalkulieren, auch wenn sie von Gary Becker noch nie etwas gehört haben sollten.



Gary Stanley Becker (1930 - 2014) war einer der Pioniere der Humankapitaltheorie

Unterschiedliche Neigungen zu Zertifikaten

Der Blick auf ausschnittsweise vorliegende Zahlen legt nahe, dass die Neigung, Zertifikate zu erwerben, in den USA weit ausgeprägter ist als in Deutschland. Das gilt zumindest für den CFA- und den CFP-Abschluss – beides Kurse mit hoher Reputation, für die veröffentlichte Absolventen-Zahlen vorliegen.

Der Chartered Financial Analyst (CFA) des CFA Institute in den USA gilt international als an-

spruchsvollste Weiterbildung für Investmentanalyse und Portfoliomanagement. Das dreistufige Programm erfordert mit 900–1.200 Studienstunden (die Angaben können bei diesen Zertifikaten allerdings je nach Berechnung stark schwanken, das gilt auch für die Kostenangaben, die daher ohne nähere Erläuterung mit Vorsicht zu genießen sind) über einen Zeitraum von 2,5 bis 4 Jahren größten Arbeitszeiteinsatz. Die Kosten sind mit 3.500 bis 5.000 USD vergleichsweise gering, was damit zu tun hat, dass der Bildungsgang für das Selbststudium

zu Hause konzipiert worden ist, was Ressourcen des straff zentralisierten Anbieters schont. Der CFA-Bildungsgang umfasst ein breites und tiefes Curriculum, das von Ethik über quantitative Methoden, Finanzberichterstattung, Equity-, Fixed-Income- und Derivatebewertung bis Portfolio-Management reicht. Weltweit haben bis Ende 2024 etwa 200.000 Absolventen das CFA-Charter erhalten. Davon entfallen rund 90.000 (45 %) auf die USA, jeweils 44.000 (22 %) auf die Regionen Asia-Pazifik und EMEA (Europa / Naher Osten / Afrika); in Deutschland liegt die Zahl der Charterholder bei etwa 4.400.

Der Certified Financial Planner (CFP) richtet den Fokus stärker auf ganzheitliche Finanzplanung, Steuer- und Nachlassstrategien sowie auf die Altersvorsorge und ist weniger stark zentralisiert. Das modulare Programm des Financial Planning Standards Board (FPSB) umfasst etwa 300 Studienstunden über 12 bis 18 Monate. Hier liegen die Kosten in den USA bei vielleicht 6.000 bis 8.000

USD und damit deutlich höher als beim CFA. Das rührt daher, dass der Kurs nicht als Selbststudium konzipiert ist, sondern Präsenzunterricht durch Dozenten vorsieht, was eine erheblich aufwendigere Infrastruktur voraussetzt. In Deutschland können die Kosten doppelt so hoch sein, was an der dezentralen Struktur des Programms liegt und am Fehlen jener Konkurrenz- und Skaleneffekte, die in den USA die Kosten pro Teilnehmer senken. Ende 2024 zählten weltweit rund 231.000 Professionals zur Gemeinde der CFP-Absolventen. Etwa 103.000 (45 %) davon kommen aus den USA, ca. 88.000 (38 %) aus der Asia-Pazifik-Region, knapp 8.000 (3,4 %) aus Europa – davon befinden sich gut 1.000 im Vereinigten Königreich, 300 in der Schweiz und 1.500 in Deutschland.

Die Unterschiede im Hinblick auf die Anzahl erfolgreicher Absolventen der CFA- und der CFP-Kurse zwischen den USA und Europa bzw. Deutschland sind offenkundig sehr groß. Dafür gibt es sicher eine Vielzahl von Gründen.

Einer ist, dass Zertifikate regulatorisch in den USA angerechnet werden können, was US-Absolventen Arbeit und Kosten erspart. Denn in den USA besteht z.B. – je nach Bundesstaat – die Möglichkeit, CFA-Chartholdern Gebühren oder Teilprüfungen für Lizenzen zu erlassen. In Deutschland gibt es solche Nachlässe nicht.

Ein wichtigerer Aspekt sind Länder-Unterschiede der Investitions-Kosten, die beim global hochstandardisierten CFA-Kurs geringer, beim CFP-Kurs aber sehr groß sein können. In den USA wirken sich generell die schärfere Konkurrenz, stärkere Standardisierungen und die Skaleneffekte eines privatisierten (Weiter-)Bildungsmassendmarktes kostensenkend aus.

Der für den Ertrag wohl wichtigste Unterschied zwischen beiden Ländern betrifft die Karriere- und Vergütungschancen: In den USA können insbesondere im Asset Management oder Investment Banking CFA-Chartholder aufgrund der größeren Entlohnungsdifferenziale als in Deutschland mit höheren Gehältern und auch Karrierepfaden rechnen – und dies mit größerer Sicherheit.

In den USA ist ein CFA zudem explizit für diverse Stellenbesetzungen erforderlich oder erwünscht,

was eine hohe Absolventenzahl fördert; und viele US-Unternehmen unterstützen Mitarbeiter bei der CFA- oder CFP-Vorbereitung aktiv, was Kosten senken kann.

Insgesamt ist somit der Erwartungswert des Ertrags (in Form des zukünftigen Einkommens) einer Humankapitalinvestition in inhaltlich breit angelegte, hochwertige Zertifikate in den USA deutlich höher als in Deutschland und das Risiko wohl auch geringer. Daher dürfte hierzulande der Nutzwert dieser Zertifikate stärker umstritten sein. Kritiker monieren beispielsweise am CFA den sehr hohen Arbeitsaufwand bei zugleich sehr starker Theorielastigkeit bzw. einem „praxisfernen Theorie-Overkill“; das Erlernte sei nur zum Teil für die tägliche Portfoliosteuerung nützlich (was ja weniger tragisch wäre, wenn man dafür das Doppelte verdienen würde). Ältere Vermögensverwalter sind vom faktischen Nutzen gerade der Zertifikate mit hoher Reputation sowieso meist weniger beeindruckt als Jüngere, weil sie die eigenen langjährigen praktischen Erfahrungen auch im Umgang mit Kunden höher gewichten. Jüngere ziehen die hochwertigen Zertifikate als angesehenes Qualitätszeichen vor allem aus Karrieregründen häufiger in Betracht.

Die in Deutschland im Vergleich mit den USA geringeren und wohl auch ungewisseren Erträge von Investitionen in eher breitere Abschlüsse mit hoher Reputation und hohen Investitionskosten dürften mit ein Grund dafür sein, dass in Deutschland neben internen Schulungen häufig eher kleinteilige, praxisorientierte Qualifikations-Zertifikate (etwa zu ESG, Kryptos oder Family Offices) vorgezogen werden, bei denen die Kosten geringer sind und der Nutzen bzw. Ertrag vorab sicherer zu bestimmen ist.

Fazit

Global mit dem höchsten Ansehen in der Branche ausgestattete Zertifikate, wie CFA- oder CFP-Abschlüsse, werfen in den USA durchschnittlich höhere Erträge im Sinne der Humankapitaltheorie ab als in Deutschland. Damit hängt auch die deutlich höhere Absolventenzahl in den USA zusammen. Bei kleinteiligeren, passgenaueren, praxisorientierten Zertifikaten dürften die Unterschiede zwischen beiden Ländern geringer sein.

Nachruf

ELMAR PEINE, GRÜNDER, SEELE UND HERAUSGEBER VON PRIVATE BANKER, IST TOT.

Elmar Peine hat vor anderthalb Jahrzehnten mit dem Magazin PrivateBanker ein Periodikum gegründet, das thematisch praktische Erfahrungen der Vermögensverwaltung mit wissenschaftlichen Erkenntnissen verbinden möchte. Schon zuvor leistete der promovierte Volkswirt wertvolle publizistische Vermittlungsarbeit rund um die unabhängige Vermögensverwaltung. Im März 2025 ist Elmar Peine gestorben.

Elmar Peine hat Anfang der 1980er Jahre in West-Berlin das Volkswirtschaftsstudium aufgenommen. Ein damals an der Freien Universität beinahe obligatorisches Interesse an der Kritik der politischen Ökonomie verband er mit einer frühen Faszination für die Geldanlage. Das Studium vor allem von Keynes und der sich auf ihn berufenden Schulen prägte entscheidend sein ökonomisches Verständnis. Dazu gehörte auch die Einsicht in die zentrale Rolle von Erwartungen, von Psychologie, auch von Irrationalität. In seiner Doktorarbeit untersuchte er die Erwartungsbildung an den Finanz- und Kapitalmärkten. Bei allen Verdiensten der damals gängigen Berechnungsmodelle spürte er deren Lücken nach, die er in der fundamentalen Unsicherheit und der sozialen Natur der Märkte begründet sah.

Nach Abschluss seiner Promotion fand Elmar Peine rasch seinen Weg in den Finanzjournalismus. Für die Verlagsgruppe Handelsblatt und den Axel-Springer-Verlag berichtete er in den 90er- und den 2000er-Jahren als Finanzredakteur unter anderem über strategische Vermögensverwaltung und gab zu diesem Thema auch ein Buch heraus.

An Ideen mangelte es Elmar Peine nie, gerne stellte er sie als Thesen zur Diskussion. Es lag ihm aber immer viel daran, Ideen einem Praxistest zu unter-

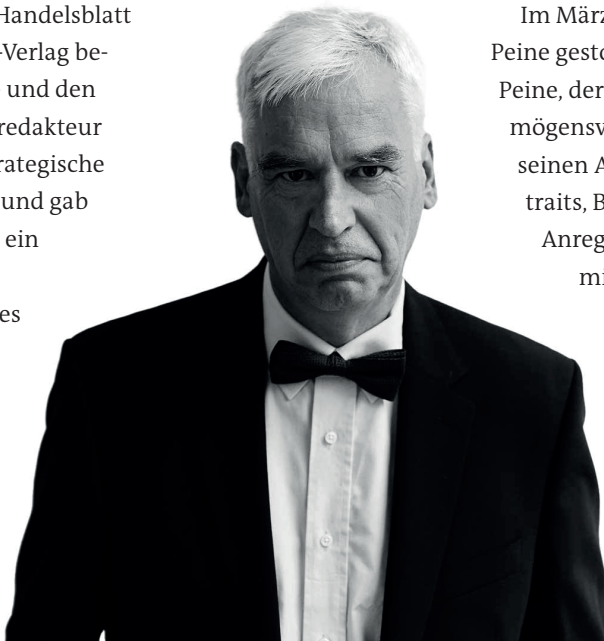
ziehen, sie im Handeln zu erproben. Das verband ihn mit der Geldanlage: Eine Anlageidee muss sich im realen Marktumfeld und durch die realisierte Rendite beweisen.

Das Bestreben, die eigenen Vorstellungen in die Praxis umzusetzen, sowie ein starkes Unabhängigkeitsbedürfnis führten ihn schließlich in die Selbstständigkeit.

Mit dem ihm eigenen Elan gründete Elmar Peine Ende der 2000er-Jahre in Berlin die Finanzagentur Fincomm. 2009 startete er mit dem eMagazin RenditeWerk, das Stiftungen mit den Möglichkeiten der Vermögensverwaltung vertraut macht. Im Jahr 2011 folgte das eMagazin Private Banker, das sich schwerpunktmäßig an Vermögensverwalter richtet. Um diese Publikationen herum entwickelte Elmar Peine eine Vielzahl weiterer Projekte zu den Themen Geldanlage und Vermögensmanagement.

Er profitierte dabei nicht nur von seiner akademischen Ausbildung und seinen theoretischen Kenntnissen, sondern auch von seiner langjährigen praktischen Erfahrung in der Finanzvermögensverwaltung. Die oft klaffenden Lücken zwischen Theorie und Praxis waren ihm aus eigener Anschauung gut bekannt, aber er glaubte, dass sich beide Seiten in einer erfolgreichen Vermögensverwaltung ergänzen müssen.

Im März dieses Jahres ist Elmar Peine gestorben. Wir vermissen Elmar Peine, der die deutschsprachige Vermögensverwaltung publizistisch mit seinen Analysen, Umfragen, Portraits, Bewertungen und vielfältigen Anregungen bereicherte und damit half, dieses Marktsegment transparenter zu machen. Private Banker trauert um seinen Gründer.



Elmar Peine 1961-2025

VSV-ASG Investment Pulse 2025

UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER IN DER SCHWEIZ

Neue Umfrage unter unabhängigen Vermögensverwaltern in der Schweiz zu ihrem Anlageverhalten und ihren Erwartungen für die nächste Zukunft

Ende Mai sind die Ergebnisse einer Befragung unabhängiger Vermögensverwalter (UVV) in der Schweiz zu ihren aktuellen Anlageentscheidungen, wirtschaftlichen Erwartungen und Risikoeinschätzungen veröffentlicht worden. Die „VSV-ASG Investment Pulse 2025“ betitelte Studie wurde unter Leitung von Professor Manfred Stüttgen und Tatiana Agnesens (Hochschule Luzern) in Kooperation mit dem Verband Schweizerischer Vermögensverwalter ASG und Studien-Herausgeber Vanguard durchgeführt.

Mehrererträge

Ein erster Fragekomplex betraf Strategien der aktiven Verwaltung, einen Mehrertrag über eine bestimmte Benchmark zu generieren. Um dies zu erreichen setzen Schweizer UVV vor allem auf langfristige Ansätze: Die Strategische Asset Allocation führen 81 % als wichtigste Maßnahme an. Es folgten Einzeltitelauswahl (52 %), thematische Investments (45 %) und regelmäßiges Rebalancing (40 %). Hedging (22 %) und intensive Kundenbetreuung in turbulenten Phasen (28 %) spielen demgegenüber eine geringere Rolle. Große Verwalter (AUM > 200 Mio.) nutzen häufiger sektorale oder regionale Übergewichtungen (40 % vs. 30 %), während kleinere Häuser vermehrt auf Themenfonds (51 % vs. 42 %) setzen.

Taktische Assetallokation

Seit 2023 übergewichteten die befragten UVV verstärkt Aktien von Schweizer Unternehmen; nach einer Phase der Untergewichtung gilt dies 2025 auch erstmals für europäische, US-Aktien sind derzeit leicht übergewichtet, bei stärkerer Schwankungsdynamik seit 2022. Schwellenländer- und Asien-Aktien sind weiterhin untergewichtet, mit leicht positiver Tendenz.

Die 2023 und 2024 erfolgte Höhergewichtung von Anleihen hat an Dynamik verloren und sich

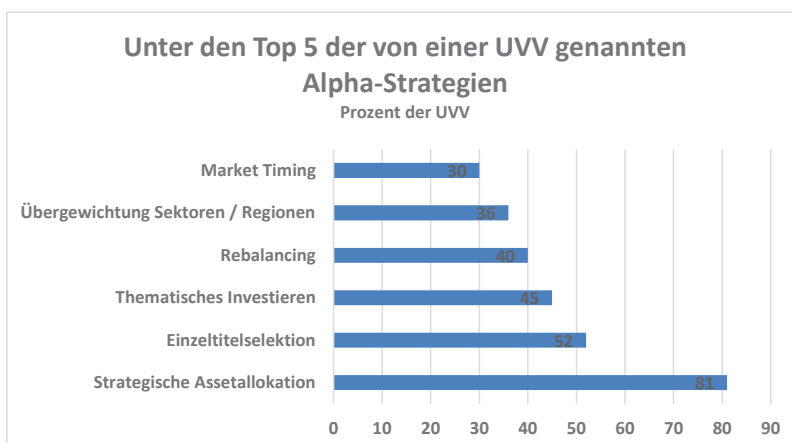
teils umgekehrt, wie insbesondere bei Schweizer Unternehmensbonds. Nur europäische und US-Unternehmensanleihen bleiben leicht übergewichtet. Schwellenländer- und Hochzinsanleihen legten etwas zu.

Einzeltitel vs. Fonds

Im Hinblick auf das Niveau bevorzugen UVV Direktanlagen bei Schweizer Aktien sowie bei Schweizer, europäischen und US-Anleihen. Für Aktien in Schwellenländern und Asien sowie für Hochzinsanleihen greifen sie eher zu Fonds und ETFs. Im Hinblick auf Veränderungen gegenüber dem Vorjahr nimmt insgesamt der Einsatz von Fonds/ETFs zu. Besonders bei Anleihen zeigt sich ein Rückgang von Direktinvestitionen, vor allem bei Schweizer Staats- und Unternehmensanleihen. Die Präferenzen für Fonds/ETFs bei Schwellenländer- und Hochzinsanleihen bleiben stabil.

Selektionskriterien Fonds

Bei der Fondsauswahl achten Schweizer UVV besonders auf Liquidität (64 %), historische Performance (60 %) und Kosten/Steuern (56 %). Weniger wichtig sind aktuelle Kennzahlen, Benchmarks und



Risikomaße. Auch qualitative Faktoren wie Anlagestrategie (46 %) und Erfahrung des Fondsmanagers (39 %) spielen eine Rolle, während die Markenstärke des Anbieters (15 %) kaum zählt. Größere UVV legen mehr Wert auf Gebühren und Anlagestrategie als kleinere, was auf ein differenzierteres Auswahlverfahren hinweist.

Aktiv vs. Passiv

UVVs, die Fonds nutzen, bevorzugen bei Aktieninvestments weiterhin aktive oder ausgewogene Strategien – insbesondere bei Schweizer, europäischen und US-Aktien. Für Aktien aus Schwellenländern und dem Asien-Pazifik-Raum setzen sie hingegen stärker auf passive Ansätze. Im Vergleich zu 2024 gab es bei den Aktienstrategien kaum Veränderungen.

Bei Anleihen zeigt sich jedoch ein deutlicher Trend hin zu passiven Strategien. Besonders ausgeprägt ist dieser Wandel bei Staatsanleihen, allen voran Schweizer Staatspapieren, bei denen die stärkste Verlagerung in Richtung passiver Umsetzung erfolgte, gefolgt von Schwellenländerbonds.

ETFs bleiben das bevorzugte Mittel für passive Anlagen. Bei Aktien nutzen 60 Prozent der UVV ETFs, nur 7 Prozent Indexfonds. Besonders hoch ist der ETF-Anteil bei Schwellenländer-Investments (67 %). Bei Festverzinslichen beträgt die ETF-Nutzung 43 Prozent, mit Rückgängen für Schweizer (34 %), europäischen (36 %) und US-Staatsanleihen (45 %). Der Anteil der UVV, die nur ETFs für Anleihen verwenden, sank von 49 (2024) auf 43 (2025) Prozent. Gleichzeitig steigt der kombinierte Einsatz von ETFs und Indexfonds – außer bei Schwellenländer- und Hochzinsanleihen.

Nachhaltigkeit

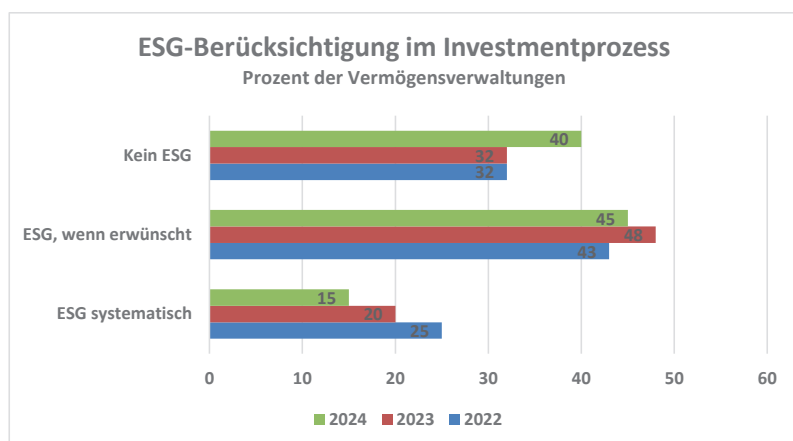
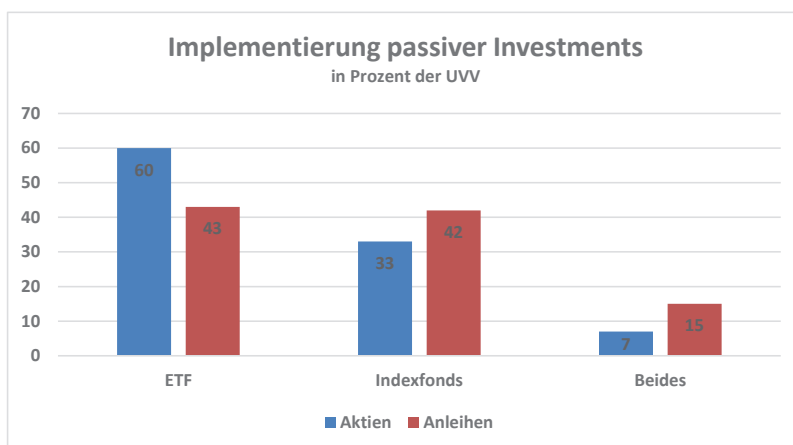
Der Anteil der UVV, die ESG-Kriterien vollständig ausschließen, stieg zuletzt auf 40 Prozent – das ist der höchste Stand seit die Umfrage durchgeführt wird. Nur 15 Prozent integrieren ESG standardmäßig, 45 Prozent auf Kundenwunsch.

Nachhaltige Geldanlage wird weiterhin etwas häufiger von größeren UVV angeboten, der Unterschied zu kleineren Anbietern ist jedoch geschrumpft: Beide Gruppen kommen bei Stan-

dardintegration auf 15 Prozent, bei Kundenwunsch liegen größere UVV leicht vorn (47 % vs. 41 %).

Best-in-Class ist weiterhin die meistgenutzte Nachhaltigkeits-Strategie (43 %), gefolgt von ESG-Integration (37 %). UVV mit standardmäßiger ESG-Nutzung setzen im Schnitt 3,3 Strategien ein, bei ESG auf Kundenwunsch sind es 1,8. Impact Investing, Klimastrategien und Engagement bleiben Randthemen. Große UVV bevorzugen ESG-Integration (48 %), Negativscreening (40 %) und Best-in-Class (35 %). Kleine UVV setzen stärker auf Best-in-Class (59 %), thematische Investments (35 %), Klimastrategien (26 %) und Negativscreening (26 %).

[Link zur Studie: VSV-ASG Investment Pulse 2025](#)



Erkenntnisse

STATT RENDITE: NUTZEN, ANGST, STIMMUNG?

DER NUTZEN VON ALPHA IST NICHT ALPHA

AUTOREN: Andrew Ang (Columbia University) and Debarshi Basu

ZUSAMMENFASSUNG: Das Versprechen vieler aktiv gemanagter Fonds ist eine Überrendite gegenüber einer Benchmark. Dafür können verschiedene Alpha-Maße verwendet werden. Die Studienautoren wenden drei davon an, darüber hinaus jedoch auch ein Nutzenkonzept, das Mehrerträge als Nutzengewinne abbildet. Die werden als Geldbeträge ausgedrückt, die Anleger für ein Fonds-„Alpha“ zu zahlen bereit sind. Basis ist ein 60/40-Aktien-Renten-Portfolio.

Nur 12 Prozent der 1.203 Fonds der Stichprobe lieferten überhaupt einen positiven Nutzenzuwachs. Für einen durchschnittlichen Mehrertrag gegenüber dem Referenzportfolio sind Anleger bereit, 0,18 Prozent zu zahlen (wobei der Median nur bei 0,07 Prozent liegt); für das durchschnittliche CAPM-Alpha steigt die Bereitschaft auf 0,69 Prozent und für Faktor-Alpha (Markt, Größe, Value und Momentum) sind es 1,08 Prozent. Die Korrelation zwischen Alpha und Nutzen ist schwach, auch Fonds mit hohem Alpha liefern oft nur geringen zusätzlichen Nutzen, da ihre Renditen stark mit Marktindizes korrelieren (hohes Beta), und der Anteil wirklich aktiver, idiosynkratischer Rendite gering ist.

Die Studie zeigt, dass traditionelle Alpha-Maße den tatsächlichen Nutzen aktiver Fonds für Anleger deutlich überschätzen. Die Autoren fordern, dass sich die Bewertungen aktiver Managementleistungen stärker an nutzenbasierten Methoden orientieren sollten, die Risiko, Unsicherheit und Diversifikationseffekte miteinbeziehen.

LINK ZUR STUDIE: "HOW MUCH SHOULD YOU PAY FOR ALPHA? MEASURING THE VALUE OF ACTIVE MANAGEMENT WITH UTILITY CALCULATIONS"

ASSETPREISE: LETZTLICH FURCHT, NICHT RISIKO ENTSCHEIDEND?

AUTOREN: Rob Arnott (Research Affiliates), Edward F. McQuarrie (Santa Clara University)

ZUSAMMENFASSUNG: Die Risikothorie habe, so die Studienautoren, eine gemischte Bilanz aus Erfolgen und Misserfolgen vorzuweisen. Ihrer Ansicht nach erfordern die empirischen Misserfolge der „klassischen“ Theorie alternative Erklärungsansätze für Kapitalmarktrenditen.

Die Studienautoren schlagen vor, objektive Risikomaße zu Einflussfaktoren neben anderen zu „degradieren“ und den Faktor Angst, eigentlich ja Furcht (bzw. Aversion), zur Erklärung von Renditeerwartungen und Risikoprämien als übergeordnete Kategorie einzuführen. Sie skizzieren ein zweidimensionales „Angst“-Konzept: die Furcht, hohe Gewinne zu verpassen (FOMO), und die Furcht vor Verlusten (FOL). Die Autoren meinen, dass sich mit einem solchen Furcht-Ansatz viele der in der akademischen Faktor-Forschung entdeckten Anomalien vorhersagen ließen. Allerdings präsentieren die Autoren kein ausgearbeitetes formales Konzept und folglich auch keinen empirischen Hypothesentest. Sie skizzieren ihre Überlegungen in Grundzügen und fordern die interessierte Finanzgemeinde auf, sich an einer Ausarbeitung dieses „Paradigmas“ zu beteiligen.

LINK ZUR STUDIE: "FEAR, NOT RISK, EXPLAINS ASSET PRICING"

BITCOIN-BEWERTUNG – STIMMUNGSVOLLER KURS

AUTOR: David Krause (Marquette University, Milwaukee)

ZUSAMMENFASSUNG: Die Studie versteht sich u.a. als Kritik herkömmlicher „deterministischer“ Bewertungsmodelle, die für Bitcoin vorgeschlagen worden sind. Krause präsentiert empirische Belege dafür, dass politische Stimmungen – konkret die Beliebtheitswerte von Donald Trump – einen statistisch signifikanten Einfluss auf den Bitcoin-Kurs haben. Anhand von Umfragedaten des Economist/YouGov sowie wöchentlicher Preisbeobachtungen zeigt die Studie, dass Bitcoin in erheblichem Grad ein stimmunggetriebenes Spekulationsobjekt ist und nicht etwa ein aus Sicherheitsmotiven im Hinblick auf makroökonomische Faktoren gewähltes Asset. Die Ergebnisse der Studie zeigen Grenzen traditioneller Bewertungsmodelle für Bitcoin auf.

LINK ZUR STUDIE: "BITCOIN VALUATION: SENTIMENT, TRUMP-ERA POLITICS, AND THE LIMITS OF FINANCIAL MODELING"

FEHLEINSCHÄTZUNGEN DES ABWÄRTSRISIKOS BEI DER SIMULATION KÖNNEN TEUER SEIN

AUTOREN: Hubert Dichtl, Wolfgang Drobetz, Tizian Otto, Tatjana Puhan (Universitäten Hamburg und Mannheim)

ZUSAMMENFASSUNG: Das Papier untersucht die Eignung dreier Bootstrap-Simulationsmethoden für Anwendungen im Asset Management: Standard-Bootstrap nach Efron, Moving Block Bootstrap nach Künsch und Stationary Bootstrap nach Politis und Romano. Im Fokus steht die Schätzung von Maximum Drawdowns (MDD). Die Studienautoren untersuchen, wie sich die Wahl der Methode auf die Risikoschätzung und die Anlageentscheidungen auswirkt.

Die Ergebnisse zeigen, dass der Standard-Bootstrap MDD systematisch unterschätzt. Dies führt insbesondere bei aktienlastigen Portfolios zur

Überschätzung von risikoadjustierten Kennzahlen und einer fehlerhaften Einschätzung des Risikos, was dazu führen kann, dass Investoren ungewollt zu hohe Risiken eingehen.

Der Moving Block Bootstrap funktioniert nur dann zuverlässig, wenn die Nichtstationarität der Daten keine große Rolle spielt. Andernfalls können Krisenperioden unterrepräsentiert sein, was sich negativ sowohl auf die Rendite- als auch die Risikoschätzung auswirkt.

Der Stationary Bootstrap hingegen liefert die präzisesten Schätzungen. Er erfasst serielle Abhängigkeiten zuverlässig und stellt eine ausgewogene Stichprobenauswahl sicher.

Die wirtschaftlichen Folgen von Verzerrungen in der MDD-Schätzung sind erheblich: Die Simulationen zeigen, dass Investoren dadurch suboptimale Portfolios wählen und risikoadjustierte Performanceverluste von bis zu 44 % erleiden können.

Die Autoren sprechen sich nachdrücklich für einen Stationary Bootstrap bei Risikoanalysen und vor Anlageentscheidungen aus.

LINK ZUR STUDIE: "BOOTSTRAPPING AND BIAS: THE ECONOMIC COSTS OF MISJUDGING DOWNSIDE RISK"

VERGANGENHEIT UND ZU- KUNFT DES 60/40-MODELLS

AUTOREN: Cui, Nga Pham, CFA, and Ummul Ruthbah

ZUSAMMENFASSUNG: Die Studienautoren untersuchen das 60/40-(Aktien/Anleihen)-Modell historisch und mit Blick auf die zukünftige Altersvorsorge in zwei Booklets bzw. Teilen.

LINK ZU TEIL 1 DER STUDIE: "THE PERFORMANCE OF THE 60/40 PORTFOLIO: A HISTORICAL PERSPECTIVE"

LINK ZU TEIL 2 DER STUDIE: "THE FUTURE OF THE 60/40 ALLOCATION: MODELLING THE PERFORMANCE OF THE 60/40 PORTFOLIO IN RETIREMENT"

firstfive-Sieger

FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 31.03.2025) 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)			
RANKING MÄRZ 2025 (12) (BERICHTSZEITRAUM 01.04.2024 - 31.03.2025)			
Risikoklasse: konservativ, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	7.16%	1.11	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: CEEMENA-IT
2.	6.04%	0.78	Volksbank Kraichgau Family Office, Wiesloch Strategie: FO-Multi Asset
3.	5.81%	0.45	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Total Return Mandat
4.	5.72%	0.52	DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt Strategie: P3 Aktien Global 50%
5.	5.68%	0.55	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Düsseldorf Strategie: Global Quality Einkommen
Risikoklasse: ausgewogen, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	13.78%	1.97	BPM - Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin Strategie: ausgewogen I
2.	8.69%	1.02	Rhein Asset Management, Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: RAM Balanced International
3.	8.35%	0.89	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Nachhaltig Balanced
4.	7.12%	0.45	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 70
5.	6.34%	0.55	Nordlux Vermögensmanagement S.A., Luxemburg Strategie: ausgewogen weltweit
Risikoklasse: moderat dynamisch, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	10.35%	0.76	Rhein Asset Management, Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: Dynamisch International
2.	7.57%	0.39	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: DJE Globale Aktien
3.	6.97%	0.36	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 90
4.	6.65%	0.34	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Düsseldorf Strategie: Global Quality Wachstum
5.	6.22%	0.40	DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt Strategie: P5 Aktien Global 100%

firstfive-Sieger

FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 31.08.2024) 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.

Risikoklasse: dynamisch, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	17.10%	0.57	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: Individuell Wachstumswerte
2.	13.05%	0.71	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity I
3.	6.78%	0.30	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Düsseldorf Strategie: MAVV Dynamik
4.	5.83%	0.25	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Select 90
5.	5.21%	0.16	Donner & Reuschel AG, Hamburg Strategie: dynamisch

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

- TOP PERFORMER (60 MONATE)

RANKING MÄRZ 2025 (60) (BERICHTSZEITRAUM 01.04.2020 - 31.03.2025)

Risikoklasse: konservativ, 5 Jahre			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	38.58%	0.71	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Select 50
2.	37.76%	0.87	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: konservativ
3.	30.74%	0.70	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: individuell konservativ
4.	29.08%	1.09	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: LowVol 2%
5.	27.66%	0.62	Donner & Reuschel AG, Hamburg Strategie: Konservativ

Risikoklasse: dynamisch, 5 Jahre			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	150.89%	0.82	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: Individuell Wachstumswerte
2.	126.33%	1.12	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity I
3.	93.03%	1.05	Donner & Reuschel AG, Hamburg Strategie: dynamisch
4.	89.75%	0.83	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Moderat Dynamisch Total Return
5.	86.40%	0.90	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Düsseldorf Strategie: MAVV Dynamik

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