PRAXISLEITFADEN

VERMÖGENSANLAGE VON UNTERNEHMERFAMILIEN

KRITERIEN, STRATEGIEN, LÖSUNGEN

von
Daniel Schmitz, Achim Siller
und Dennis Wiechmann

Mit einem Vorwort von
Tom A. Rüsen

Herausgeber

PICTET 1805

WIFU STIFTUNG

IMPRESSUM

VERANTWORTLICH:

WIFU-Stiftung
Prof. Dr. Tom A. Rüsen
Alfred-Herrhausen-Straße 48
58448 Witten

Redaktion: Monika Nadler
Gestaltung: Designbüro Schönfelder GmbH, Essen
Titelfoto: Pictet-Gruppe
Foto S. 4: WIFU-Stiftung
Fotos Seite 31: Pictet-Gruppe

Hinweis: Das Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU) und die WIFU-Stiftung streben einen diskriminierungsfreien Gebrauch von Sprache an, in dem die Vielfalt aller Mitmenschen berücksichtigt wird. Wir verwenden daher, wo möglich, genderneutrale Formulierungen und nennen i. d. R. die weibliche und die männliche Form. Vereinzelt kann es etwa aus Platzgründen vorkommen, dass das generische Maskulinum als nicht-markierte Form für das Genus von Personenbezeichnungen gewählt wurde. Auf die Verwendung von Genderzeichen wie Sternchen, Binnen-I, Unterstrich und Doppelpunkt verzichten wir zugunsten eines ungestörten Leseflusses.

ISSN (Print) 2626-3424
ISSN (Online) 2626-3432

Mai 2024

Disclaimer: Die Ausführungen in diesem Praxisleitfaden sind als beispielhaft zu verstehen und ersetzen nicht die auf den Einzelfall bezogene Beratung. Für konkrete Fragen und Anliegen wollen sich die Leserinnen und Leser an die professionellen Berater ihres Vertrauens wenden.

INHALT

Vorwort 4

1 Einleitung 5

Fallbeispiel: Professionelle Verwaltung über Generationen hinweg ... 7

2 Die drei Säulen der Verwaltung von Familienvermögen 8

2.1 Vermögensarchitektur: Schutz des Vermögens ... 8

2.1.1 Family Governance ... 8

2.1.2 Vermögensplanung ... 9

2.2 Investmentlösungen: Vermehrung des Vermögens ... 9

2.2.1 Portfoliostrategie ... 10

2.2.2 Vermögensverwaltungsmandate ... 11

2.2.3 Anlageberatungsmandate ... 12

2.3 Asset Servicing: Überwachung des Vermögens ... 12

2.3.1 Depotbankdienstleistungen und Berichterstattung ... 12

2.3.2 Handelsdienstleistungen ... 13

2.3.3 Kreditlösungen ... 13

Aktuell: Vermögensanlage im Reality-Check ... 14

3 Kurzvorstellung ausgewählter Anlageklassen 17

3.1 Traditionelle Anlageklassen ... 17

3.1.1 Anleihen ... 17

3.1.2 Aktien ... 17

3.2 Alternative Anlageklassen ... 18

3.2.1 Hedgefonds ... 18

3.2.2 Private Equity ... 19

3.2.3 Immobilien ... 21

3.2.4 Private Debt ... 23

3.2.5 Rohstoffe ... 23

4 Vermögensanlage unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien 25

4.1 ESG-Kriterien ... 25

4.2 Die sechs SDG-Transformationen ... 26

4.3 Spektrum verantwortungsbewusster Anlageansätze ... 26

5 Zusammenfassung 28

6 Quellen und weiterführende Literatur 29

Kontakt 31

VORWORT

Dass man über Geld nicht spricht, ist eine bekannte Redensart. Doch ihr Bekanntheitsgrad macht sie nicht richtig. Im Gegenteil: Über Geld sollte man sprechen und man sollte vor allem wissen, *wie* man darüber spricht. Mit diesem Praxisleitfaden kann eine viel zu oft anzutreffende „vornehme" Zurückhaltung beim Thema Geld und Vermögen nicht ausgebügelt werden. Doch es ist das Anliegen dieser Publikation, den Schleier des Expertentums rund um Finanzwissen und Anlagestrategien ein wenig anzuheben und für die Nicht-Expertinnen und Nicht-Experten den Blick freizugeben auf Strategien der Vermögensverwaltung und Anlageklassen, auf Kriterien und Instrumente.

Sich um das eigene Vermögen nicht kümmern zu wollen, weil das vermeintlich so schwierig ist, steht den Mitgliedern einer professionellen Eigentümerfamilie nicht (mehr) zu. Denn in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten bekamen und bekommen es immer mehr Unternehmerfamilien mit einem neuen Phänomen zu tun: Trotz hoher Thesaurierungsquoten zugunsten von Wachstum, Innovation und Entwicklung des Familienunternehmens sind immer größere Sekundärvermögen entstanden, die Gegenstand einer vorausschauenden und vorsorgenden Anlagepolitik sein sollten. Diese nicht zum Betriebsvermögen gehörenden Werte dienen (auch) bestimmten Zwecken, nämlich als Störfallreserve oder Vorsorgepuffer, etwa für zu zahlende Erbschaftsteuer.

Aus diesem Grund ist es wichtig, eine Risikodiversifikation über das Gesamtvermögen zu erreichen. Das Familienunternehmen stellt oft weit über 80 oder 90 Prozent des Gesamtvermögens der Eigentümerfamilie dar. Unternehmen aber unterliegen grundsätzlich ganz anderen Risiken als Immobilien oder geldmarktnahe Anlagen. Für das Sekundärvermögen ist das Risikoprofil ein anderes, denn hier sollen die Anlagen Sicherheit und Kontinuität schaffen, auch wenn die Renditen geringer sein mögen als die aus dem wirtschaftlichen Betrieb des Unternehmens, wo sich Risiken in höhere Renditen übersetzen lassen. Die Logik des CAPM (Capital Asset Pricing Model; Preismodell für Kapitalgüter) sollte somit für jedes Familienmitglied zum (wenigstens in Grundzügen bekannten und verstandenen) Standard in der Bewertung und Erwartungssteuerung bezüglich des Gesamtvermögens werden.

Jede Unternehmerfamilie tut also gut daran, ihr nicht im Unternehmen gebundenes Vermögen gut verwalten zu lassen – sich aber auch selbst darum zu kümmern. Wie sonst könnten sie die Strategien und die Leistung ihrer Vermögensverwalter beurteilen? Die Aneignung zumindest eines Basiswissens gehört also zwingend zu den Kompetenzen eines jeden verantwortungsvollen Gesellschafters. Nur mit Wissen über Grundlogiken des Kapitalmarktes können die Vermögensinhaber und -inhaberinnen die richtigen Fragen stellen. Denn die Praxis zeigt, dass weder die Unternehmerfamilie selbst noch (wie früher) der CFO „nebenbei" die Vermögensverwaltung erledigt. Hier haben sich mittlerweile hochprofessionelle Strukturen etabliert, also Vermögensverwalter oder Family Offices.

Vor der Kulisse wachsender Sekundärvermögen gibt es also keinen Grund mehr, über Geld nicht zu reden. Wichtige Impulse kommen hier übrigens von der NextGen, denn diese Alterskohorten erweisen sich als hartnäckige Fragesteller, wenn es beispielsweise um die Nachhaltigkeit von familiären Investments geht. Aus diesem Grund stellen die Autoren dieses Praxisleitfadens auch das Spektrum verantwortungsbewusster Anlageansätze vor. Mögen alle Leserinnen und Leser in diesem Kompendium des Anlage- und Anlegerwissens wertvolle Hinweise für den Umgang mit ihrem eigenen Vermögen finden.

Tom A. Rüsen
Geschäftsführender Vorstand der WIFU-Stiftung

1 | EINLEITUNG

Gesellschafterinnen und Gesellschafter von Familienunternehmen stehen vor zahlreichen Herausforderungen. Die strategische Ausrichtung des Unternehmens steht dabei nachvollziehbarerweise im Vordergrund, um dessen Zukunft bestmöglich zu sichern. Doch auch der Erhalt des nicht im Unternehmen gebundenen Familienvermögens ist eine enorme Herausforderung, die zunehmend an Bedeutung gewinnt. Die Bewahrung des Vermögens, dessen Verwaltung sowie die Übertragung an die nächste Generation stellen Unternehmerfamilien vor große Aufgaben, bei denen zahlreiche Faktoren berücksichtigt werden müssen, die mitunter weitreichende Entscheidungen erfordern.

Der reine Vermögenserhalt wird allein schon durch Steuern, Konsumausgaben, Kosten für Anwälte und Berater, durch philanthropische Aktivitäten, erbrechtliche Aufteilungen und Auseinandersetzungen in der Familie sowie auch durch ungünstige Anlageentscheidungen erschwert. Wenn man zusätzlich die Inflation berücksichtigt, kann ein Vermögen auch ohne Auftreten eines katastrophalen Ereignisses in 15 bis 20 Jahren um die Hälfte des realen Wertes schrumpfen, sofern durch Vermögensmanagement keine ausreichende Rendite erzielt wird. In der Vergangenheit ist dieses nicht zufriedenstellende Ergebnis insbesondere solchen Unternehmerfamilien widerfahren, die die zentrale Herausforderung des Vermögenserhalts entweder nicht professionell angegangen sind oder aber diese Aufgabe unterschätzt haben.

Ein wesentlicher Grund für entgangene Rendite ist häufig eine mangelnde Diversifikation über verschiedene Assets bzw. Anlageklassen. Es gilt sinngemäß das bekannte Motto, dass man „nicht alle Eier in einen Korb legen" soll, mit der Quintessenz, dass ein „effizientes" Portfolio aus einer Kombination verschiedener Assets bestehen sollte, die als Ganzes dem gewünschtem Chancen- und Risikoprofil des Investors entsprechen. Die Auswahl und die Gewichtung dieser Anlageklassen bestimmen zu 90 Prozent das Risiko des Portfolios. Innerhalb der einzelnen Anlageklassen erfolgt dann die Selektion einzelner Titel und Wertpapiere. Diversifikation vermag jedoch das Risiko des Portfolios nur bis zu einem bestimmten Punkt zu verringern. Die Implementierung weiterer Assets trägt ab diesem Punkt nur noch zu einer höheren Komplexität des Portfolios bei und sollte aus diesem Grund gut überdacht werden.

Bei Unternehmerfamilien liegt die Besonderheit darin, dass das Familienunternehmen in der Regel einen nicht antastbaren Teil des Gesamtvermögens ausmacht, dessen Erhalt als oberstes Ziel gilt. Zentrale Themen in diesem Zusammenhang sind neben der zusätzlichen Diversifikation die Aufrechterhaltung von Liquidität und die finanzielle Absicherung der Familie. Da es hierbei um entscheidende Weichenstellungen für die Familie und ihr Vermögen geht, kommt der Family Governance im Bereich der Vermögensverwaltung eine zunehmend zentrale Rolle zu.[1] In einer Family Governance werden Regeln für das Zusammenleben der Familie festgelegt, auch solche in Bezug auf das Vermögen und die Familienwerte, um Klarheit im Umgang miteinander zu schaffen. Die Family Governance bezieht die Familienmitglieder in alle Fragen rund um den Vermögenserhalt ein und sollte auch Mechanismen kennen, die verhindern, dass ein einzelnes Familienmitglied dem Vermögen oder dem Familienunternehmen schaden kann. Allerdings erfordert die Family Governance auch eine intensive Auseinandersetzung mit dem eigenen Vermögen und den Anlagezielen, um als Grundlage für Vermögensallokation und Anlageentscheidungen dienen zu können.

[1] Grundlegende Ausführungen zum Thema Sekundärvermögen geben Kormann & Rüsen (2020) sowie Kormann & Rüsen (2021). Verwiesen sei hier auch auf Kleve, Simons & Köllner (2024) sowie Simons (2023).

Das vom Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU) erarbeitete Modell der Familienstrategieentwicklung widmet eines der insgesamt zwölf Themenfelder dem Komplex „Ausschüttungspolitik und Vermögensstrategie“[2]. Hier werden einige zentrale Fragestellungen aufgezeigt, deren Beantwortung für jede Unternehmerfamilie wichtig ist:

- Gehört das im Unternehmen gebundene Vermögen mir/uns oder sind wir lediglich diejenigen, die die Vermögenswerte in die nächste Generation weitertragen?
- Wie soll mit gemeinsamen Vermögensteilen (Häuser, Aktiendepots, Beteiligungen an anderen Unternehmen etc.), die nicht im Unternehmen gebunden sind, umgegangen werden?
- Welcher Umgang mit dem individuell vorhandenen Privatvermögen und welcher darauf basierende individuelle Lebenswandel wird der Einzelperson zugestanden?
- Wie stehen wir als Familie zum Grundwiderspruch Ausschüttung vs. Finanzierung der Unternehmensentwicklung?
- Wodurch wird die Höhe der Ausschüttungen bestimmt und wer legt diese fest?
- In welcher Form werden Ausschüttungen dem Unternehmen als Darlehen wieder zur Verfügung gestellt und gibt es Erwartungen, wie mit den Ausschüttungen umgegangen werden soll?

Strukturen, die sich mit der Gestaltung und Betreuung besonders großer und komplexer Familienvermögen befassen, werden in der Regel als „Family Offices“ bezeichnet.[3] Inhaber großer und komplexer Vermögen haben im Wesentlichen drei Möglichkeiten zur Gestaltung:

- die Einrichtung einer eigenen Family-Office-Struktur, eines sogenannten „Single Family Office“,
- die Zusammenarbeit mit anderen Anlegern in einem „Multi Family Office“ oder
- die (teilweise) Auslagerung von Family-Office-Services an ein externes Family Office, in der Regel bei einer Bank.

Die folgenden Ausführungen bieten einen Überblick über die verschiedenen Teilbereiche, die bei der Verwaltung komplexer (Familien-)Vermögen wesentlich sind, und erläutern, wie diese Aufgaben von Family Offices übernommen werden. Darüber hinaus werden traditionelle Anlageklassen beschrieben sowie insbesondere die alternativen Anlageklassen, die in den vergangenen Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen haben, vorgestellt. Und abschließend werden dann die unterschiedlichen Möglichkeiten einer verantwortungsvollen Vermögensanlage aufgezeigt, die insbesondere von der NextGen immer häufiger nachgefragt werden.

Abbildung 1: Vermögensverwaltung im Family Office (eigene Darstellung)

[2] Hierzu ausführlich: Rüsen, Schlippe v. & Groth (2022).
[3] Lesenswert hierzu Kübel (2020) und Seyfried & Siller (2020).

FALLBEISPIEL

Professionelle Verwaltung über Generationen hinweg

Peter ist Mitglied einer vermögenden Großfamilie. Das vor über 60 Jahren von seinem Großvater gegründete Unternehmen wurde von seinem Vater zu einer weltweit tätigen Firma ausgebaut. Als er, der älteste Sohn, das Geschäft übernahm, wollte er eine nachhaltige Grundlage für die Verwaltung des Familienvermögens schaffen, das von den Finanzberatern der Familie weitgehend im Herkunftsland investiert worden war. Zudem beabsichtigte er eine Zentralisierung der Verwaltung aller Familienaktivitäten außerhalb des Herkunftslands in seinem neuen Wohnsitzland. Und schließlich wollte er seine beiden gut ausgebildeten Kinder auf die Übernahme der Verwaltung des Familienvermögens nach seinem Rückzug aus dem Geschäft vorbereiten.

Im Zuge einer Analyse wurde deutlich, dass die Überwachung und Kontrolle des Familienvermögens aufgrund der vielen mit der Verwaltung jeweils einzelner Anteile davon betrauten Trusts und Offshore-Unternehmen eine komplexe Herausforderung darstellten. Aus diesem Grund wurde ein „Board of Protectors" zur Überwachung dieser Rechtsstrukturen gegründet. Das Zusammenbringen von vertrauten Beratern und Familienmitgliedern ermöglichte es dem Board, sich ein Gesamtbild über die verschiedenen Teile des Geschäfts zu verschaffen.

Im Rahmen der neuen Governance-Struktur wurde eine Anlagestrategie zur Verwaltung des Familienvermögens ausgearbeitet. Dadurch wurde wiederum die Grundlage für eine strategische Asset-Allokation mit sieben Anlagekategorien geschaffen, darunter alternative und strukturierte Anlagen, Kunstgegenstände, Aktien, Anleihen und Währungen.

Aufgrund der Größe des Vermögens entschied man sich für eine Multi-Manager-Strategie. Es wurden mehrere Vermögensverwalter mit der Verwaltung des Vermögens betraut, das in über 40 verschiedene Mandate investiert wurde. 13 davon wurden der zentralen Vermögenverwaltungsbank anvertraut, u. a. ein Hedgefonds-Mandat und ein Mandat für flexible Vermögensallokation, die restlichen Mandate sechs weiteren Vermögensverwaltern. Zur Koordination wurde ein Anlagekomitee geschaffen, das Peter und seiner Familie direkt Bericht erstattet.

Des Weiteren wurde Unterstützung bei Domizilwechsel und Niederlassungsverfahren geleistet. Ferner erfolgte Beratung bei der Errichtung von zwei Stiftungen für karitative Zwecke. Deren Ziele und die entsprechenden Organisationsstrukturen wurden festgelegt. Infolge dieser Zusammenarbeit wurden die Geschäftsinteressen „Vermögensverwaltung" und „Philanthropie" zentral kontrolliert.

Das Family-Office-Team beriet auch in Nachfolgefragen und unterstützte bei der Vorbereitung der beiden Kinder auf die Verwaltung des Familienvermögens. Für sie wurden verschiedene Seminare organisiert, damit sie Erfahrung im Geschäft und an den Finanzmärkten sammeln konnten. Beide bekamen ein eigenes Konto, das sie zur Entwicklung ihrer eigenen Anlageideen einsetzten. Dabei standen ihnen Berater helfend zur Seite.

Die Bank erbrachte für die Familie auch Finanzdienstleistungen wie Cashflow-Management und sorgte für die Bereitstellung von Bargeld für Familienmitglieder. Sie erstellte zudem die von Steuerbehörden weltweit geforderten Begleitdokumente für die Steuererklärung und arbeitete in bestimmten Ländern direkt mit lokalen Steuerberatern zusammen.

Mit der Erstellung von konsolidierten Berichten wurde Peter eine zentralisierte Kontrolle über sein Vermögen ermöglicht. Dazu werden monatlich bei allen Vermögensverwaltern die notwendigen Daten eingeholt, die – auf einer IT-Plattform vereint – für das Anlagekomitee analysiert und der Familie zur Überprüfung vorlegt werden. Dadurch wurde dem Anlagekomitee auch die Überwachung des Risikomanagements erleichtert, so dass die Familie ihr Vermögen beispielsweise vor Kurs- und Währungsschwankungen schützen kann.

2 | DIE DREI SÄULEN DER VERWALTUNG VON FAMILIENVERMÖGEN

2.1 | VERMÖGENSARCHITEKTUR: SCHUTZ DES VERMÖGENS

Im ersten Schritt ist das Schaffen der richtigen Rahmenbedingungen für die Vermögensverwaltung von Bedeutung. Am Anfang steht immer eine Bestandsaufnahme der familiären Situation und davon werden die Anlageziele der gesamten Familie und einzelner Familienmitglieder sowie die Planung für die nächste Generation abgeleitet. Um die Beziehungen zwischen den Familienmitgliedern zu klären und die Entscheidungsfindung zu unterstützen, ist in der Regel eine Familienverfassung erforderlich.[4] Die Strukturierung des Vermögens – beispielsweise mit Hilfe von Trusts, Stiftungen oder Kapitalgesellschaften – kann ebenfalls zum Vermögenserhalt beitragen. Nicht zuletzt spielen sorgfältige Finanzplanung und systematische Vermögensstrukturierung für die Entwicklung einer erfolgreichen Anlagestrategie eine wichtige Rolle.

2.1.1 Family Governance

Zum Erhalt und der Steigerung eines Familienvermögens über Generationen hinweg bedarf es eines strategischen Vorgehens. Als Erstes müssen die Ziele der Familie festgelegt werden und dabei sind die Wünsche von Familienmitgliedern aus mehreren Generationen zu berücksichtigen, die oft unterschiedliche Vorstellungen und Lebensziele haben. Die Entwicklung einer Family Governance im Kontext des Familienvermögens bedeutet, alle relevanten Aspekte einzubeziehen und zwar aus individueller, gesellschaftlicher, wirtschaftlicher und finanzieller Sicht. Bei wichtigen Entscheidungen, z. B. dem Verkauf des Familienunternehmens oder der Aufnahme eines Familienmitglieds in eine Position im Unternehmen, müssen besondere Vorkehrungen getroffen werden. Eine reibungslose Übertragung auf die nächste oder übernächste Generation wiederum setzt eine langfristige Planung mit entsprechender Beratung sowie Schulung voraus. Hierbei

Abbildung 2: Festlegung der Anlageziele (eigene Darstellung)

[4] Wichtige Hinweise für die Auseinandersetzung mit diesem Thema findet der Leser in Rüsen, v. Schlippe & Groth (2022) sowie in Dietlein & Schellenberger (2023).

ist der Aufbau einer Family-Governance-Struktur für den Erfolg entscheidend. Darüber hinaus sollten philanthropische Tätigkeiten[5] sowie ggfs. die Errichtung von Wohltätigkeitsstiftungen berücksichtigt werden, u. a. die Festlegung der Stiftungsziele und die Verwaltung des Stiftungsvermögens[6]. Die Einbeziehung von Familienmitgliedern in philanthropische Tätigkeiten ist unter anderem eine gute Möglichkeit, die nächste Generation auf die Übernahme von Verantwortung vorzubereiten.

2.1.2 Vermögensplanung

In den Jahren seit der globalen Finanzkrise ist es weltweit zu grundlegenden Anpassungen des rechtlichen und steuerlichen Umfelds gekommen. Die zahlreichen im In- und Ausland geltenden Vorschriften einzuhalten[7], kann durchaus herausfordernd sein. Dennoch gilt es, Vermögenswerte erfolgreich zu halten und sicherzustellen, dass die Vermögensübertragung reibungslos und effizient erfolgt. Im Rahmen der Vermögensplanung gilt es zu prüfen, ob die getroffenen Vorkehrungen zum Erreichen der angestrebten Ziele angemessen sind und auch den Ansprüchen künftiger Generationen gerecht werden. Dabei sollten unbedingt auch die rechtliche und steuerliche Situation berücksichtigt und Pläne zur Strukturierung des Vermögens umgesetzt werden. Bei Fragen zur Besteuerung von Anlageportfolios oder zu Kauf, Umstrukturierung oder Verkauf eines Unternehmens müssen zwingend die Wünsche und Lebensumstände einzelner Familienmitglieder berücksichtigt werden. Gleiches gilt für Immobilienanlagen, Schenkungen und Erbschaften sowie bei der grenzüberschreitenden Nachfolgeplanung und der Errichtung von Wohltätigkeitsstrukturen.

- **Trusts und Stiftungen:** Die Errichtung eines Trusts oder einer Stiftung ist eine gute Möglichkeit, Vermögen zu schützen und die Kontinuität für künftige Generationen sicherzustellen. *Trusts* stammen aus dem angelsächsischen Recht. Sie verfügen über keine Rechtspersönlichkeit, das Vermögen im Trust ist Eigentum des Trustees (Treuhänder). Einziges Ziel des Trusts ist die Widmung des Vermögens ausschließlich im Interesse des Begünstigten. Ein Trust kann (im Gegensatz zu einer Stiftung) nicht im Handelsregister eingetragen werden. Der Begriff der *Stiftung* stammt aus dem kontinentaleuropäischen Recht. Stiftungen haben eine eigene Rechtspersönlichkeit und sind als juristische Personen Eigentümer des Vermögens. Stiftungen sind stets einem besonderen Zweck unwiderruflich gewidmet und im Handelsregister eingetragen. Treuhandgesellschaften (als Trustees) oder Stiftungsratsmitglieder beraten hinsichtlich der Errichtung geeigneter Strukturen, die einzelnen Wünschen bestmöglich Rechnung tragen.

- **Lebensversicherung:** Eine Lebensversicherung ist mitunter eine geeignete Vorsorgelösung, mit der ein Vermögen auch kurzfristig geschützt und vermehrt werden kann. Mit der passenden Versicherungspolice kann für das Alter vorgesorgt und Vermögen an die nächste Generation weitergegeben werden.

- **Investmentgesellschaften und -fonds:** Für eine effiziente Verwaltung von Portfolios und Finanzanlagen empfiehlt sich im Einzelfall die Errichtung einer eigenen Holdinggesellschaft. Darüber hinaus kann auch ein Investmentfonds, insbesondere bei alternativen Anlagen wie Private Equity oder Immobilien, bedeutende Vorteile bieten.

2.2 | INVESTMENTLÖSUNGEN: VERMEHRUNG DES VERMÖGENS

Sobald die Definition finanzieller Ziele erfolgt ist, werden im zweiten Schritt die entsprechenden Strategien für die Vermögensanlage bzw. die Aufteilung des Vermögens in verschiedene Anlageklassen (Asset-Allokation) festgelegt. Häufig sind zur Sicherung des Lebensstandards, zur langfristigen Steigerung des Vermögens und zur Kapitalbereitstellung für neue Projekte verschiedene Arten von Anlageportfolios notwendig. Allerdings sind nicht alle Anleger in gleichem Maße daran interessiert, sich am Anlageprozess zu beteiligen: Einige legen Wert darauf, sämtliche Entscheidungen selbst zu treffen, andere ziehen es vor, externe Vermögensverwalter damit zu beauftragen. Die Wahl der Strategie hängt nicht zuletzt auch von der Vermögensgröße ab, wobei mit zunehmender Vermögensgröße genauer maßgeschneiderte Lösungen zur

[5] Vgl. Druyen (2021).
[6] Vgl. Kirchdörfer (2020).
[7] Vgl. Dietlein & Schellenberger (2023) sowie Kirchdörfer, Layer & Seemann (2019) und Kirchdörfer et al. (2019).

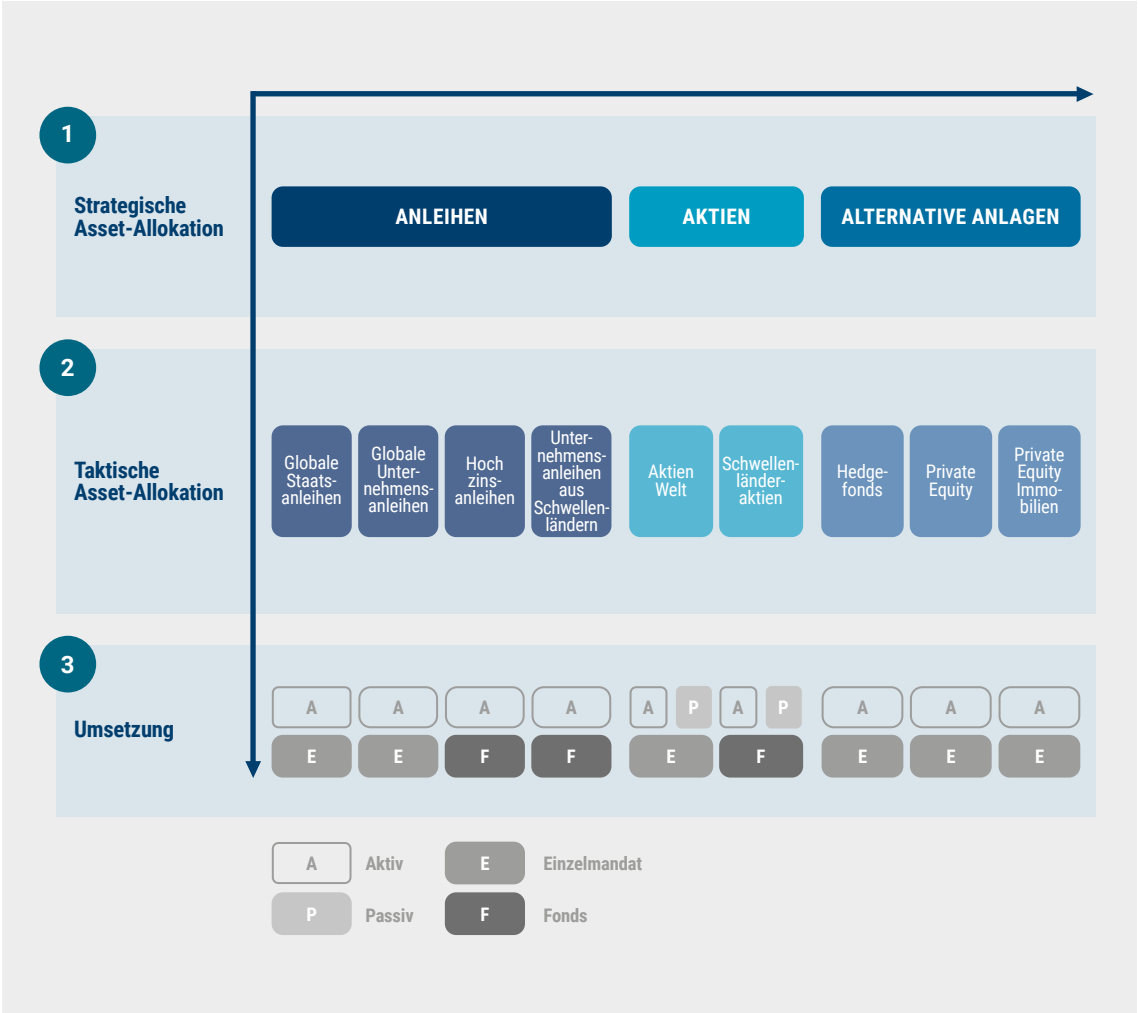


Abbildung 3: Beispiel einer Portfolioarchitektur (eigene Darstellung)

Verfügung stehen, die auch alternative Anlageklassen wie zum Beispiel Private Equity, Hedgefonds oder Immobilien umfassen können.

2.2.1 Portfoliostrategie

Bei der Festlegung der Anlagestrategie werden verschiedene Faktoren berücksichtigt, u. a. Anlageziele, Wert des Vermögens, zu berücksichtigende Anlageklassen bzw. -ausschlüsse, Anlagehorizont, Risikobereitschaft und der Bedarf an liquiden Mitteln. Ein Teil des Vermögens muss ständig für die Sicherung des Lebensunterhalts verfügbar sein. Dieses Finanzierungskapital sollte vornehmlich in wenig riskante Anlagen investiert werden, die jederzeit liquidiert werden können. Ein anderer Teil sollte als Reservekapital für eine spätere Verwendung bereitstehen und zur längerfristigen Wertsteigerung in Anlagen mit mittlerem Risiko angelegt werden. Überschüssiges Kapital kann flexibler in riskantere Anlagen mit Potenzial für höhere Erträge investiert werden, die gegebenenfalls der nächsten Generation zugutekommen.

Sobald eine Anlagestrategie ausgearbeitet ist, wird diese in einer Erklärung zur Anlagepolitik schriftlich festgehalten. Darin werden die langfristi-

gen Ertragsziele aufgeführt sowie die Art und Weise, wie die Anlageportfolios verwaltet, überwacht und bei sich ändernden Umständen angepasst werden sollen. Daraus lässt sich die passende strategische Asset-Allokation ableiten, wobei kurz- und mittelfristig sich ändernde Bedürfnisse berücksichtigt werden. Die Wahrung der finanziellen Unabhängigkeit steht dabei stets im Vordergrund.

Außerdem gilt es abzuklären, inwieweit sich einzelne Familienmitglieder eventuell an der Verwaltung des Vermögens beteiligen möchten. Allgemein können Anleger zwischen unterschiedlichen Betreuungsmodellen unterscheiden: Zum einen gibt es das Modell der Vermögensverwaltung, bei dem alle Entscheidungen an externe Portfoliomanager (z. B. die einer Bank) delegiert werden. Zum anderen besteht die Option eines Anlageberatungsmandats, das Zugang zu den gleichen Anlageoptionen bietet, bei dem aber der Vermögensinhaber oder die Vermögensinhaberin die Entscheidungen trifft. Während ein Vermögensverwaltungsmandat mit einem angemessenen Risikoprofil für die einen Anleger die richtige Lösung sein kann, bietet sich für andere, die ihre Entscheidungen selbst treffen möchten, ein Anlageberatungsmandat an. (Nur noch selten wird das „Execution only"-Modell nachgefragt, bei dem der Anleger in Eigenregie seinem Finanzpartner Käufe bzw. Verkäufe von Finanzanlagen in Auftrag gibt.)

Größere Vermögen führen oft zu komplexeren Portfoliostrukturen, die auch Vermögensverwaltungs-, Anlageberatungs- bzw. Execution-only-Mandate kombinieren können und verschiedene Experten einbeziehen, die auf entsprechende Anlagekategorien oder auch Regionen spezialisiert sind. Bei komplexeren Portfolios wird in der Regel eine Investment-Governance festgelegt, die auch die Umsetzung, also die Auswahl der einzelnen Anlagen durch den Investmentmanager, überwacht.

2.2.2 Vermögensverwaltungsmandate

Im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats besteht je nach Anlageprofil die Wahl zwischen einem klassischen Multi-Asset-Portfolio, einem flexiblen Multi-Asset-Portfolio und einem Portfolio mit einer einzigen Anlagekategorie für spezifische Zwecke. Im Rahmen von Vermögensverwaltungsmandaten werden regelmäßig Berichte über die Wertentwicklung der betreuten Portfolios erstellt, anhand derer sich deren Performance überprüfen lässt.

Bei Multi-Asset-Portfolios besteht eine wichtige Aufgabe von Anlageexperten darin, die strategische Asset-Allokation zu definieren. Sie basiert auf den langfristigen Anlagezielen des Vermögensinhabers und kommt in einem diversifizierten Portfolio zum Ausdruck. Bei der Festlegung einer strategischen Asset-Allokation wird ein breiteres Spektrum von Anlagemöglichkeiten berücksichtigt. Fortan können auch Privatanlagen in Portfolios einbezogen werden, mit denen das Ertragspotenzial für Anleger mit entsprechenden Risikoprofilen verbessert werden kann.

- **Klassische Multi-Asset-Portfolios:** Diese diversifizierten und aktiv verwalteten Portfolios werden mit verschiedenen Anlagepräferenzen, Referenzwährungen und geografischen Schwerpunkten angeboten. Dank der offenen Architektur dieser Portfolios können Markttrends aktiv genutzt werden, die dann möglichst hohe risikoadjustierte Erträge generieren. Durch taktische Anpassungen können – durch Über- bzw. Untergewichtung von Anlageklassen – Auswirkungen auf die Volatilität[8] begrenzt und die Gesamtperformance verbessert werden.

- **Flexible Multi-Asset-Portfolios:** Diese Portfolios sind über alle verfügbaren Anlagekategorien, wie z. B. Aktien oder Anleihen, aber auch über Derivate, weniger liquide Kreditinstrumente und Rohstoffe diversifiziert. Sie werden als flexibel bezeichnet, weil ihre Asset-Allokation nicht von einer Benchmark abhängig ist und je nach Marktbedingungen erheblich variieren kann. Bei diesem Portfoliomodell wird eine Über- bzw. Untergewichtung der Anlageklassen über sehr breite Allokationsbandbreiten umgesetzt. Die Ziele flexibler Portfolios werden dabei als absolute Ziele für einen Konjunkturzyklus formuliert.

- **Portfolio mit einer einzigen Anlagekategorie:** Diese Portfolios setzen sich aus Direktanlagen in einer einzigen Anlagekategorie wie Aktien oder Anleihen zusammen und enthalten in der Regel keine Fonds. Sie werden häufig zur Ergänzung von Multi-Asset-Portfolios eingesetzt.

[8] Mit der sogenannten Volatilität werden die Schwankungen von Preisen, Aktien, Zinsen oder Märkten in einem bestimmten Zeitraum gemessen. Sie definiert, wie stark Werte – z. B. der Preis einer Aktie – um einen Mittelwert schwanken. Je höher die Volatilität einer Aktie, desto stärker ihre Schwankungen und desto risikoreicher die Anlage.

2.2.3 Anlageberatungsmandate

Anders als bei Vermögensverwaltungsmandaten übernehmen die Vermögensinhaber bei Beratungsmandaten die Verantwortung für die Umsetzung der Anlagestrategien. Anleger können sich hier dabei aber auf die Ideen und Vorschläge externer Anlageexperten stützen. Gemeinsam wird unter Berücksichtigung des spezifischen Risikoprofils eine Strategie entwickelt und eine geeignete Portfolioarchitektur festgelegt. Danach erfolgt eine umfassende Beratung und Abklärung in Bezug auf verschiedene Anlagekategorien und mit Blick auf deren Implementierung. Darüber hinaus erhalten Anleger Auftragsausführungsbestätigungen und ein ausführliches Reporting. Somit ist der Vermögensinhaber in der Lage, sein Portfolio effizient zu verwalten und zu überwachen.

Der Überwachung der Anlageportfolios kommt dabei eine wichtige Bedeutung zu, um festzustellen, ob die Vermögensziele erreicht werden können oder angepasst werden müssen, weil sich die Umstände möglicherweise geändert haben. Hier unterstützen zeitgemäße digitale Lösungen, die auf die individuellen Bedürfnisse des Vermögensinhabers zugeschnitten sind. Neben Portfoliodaten, Dokumenten und Berichterstattung werden sowohl täglich als auch monatlich Informationen zu allen Anlagekategorien bereitgestellt. Darüber hinaus kann über einen sicheren digitalen Kommunikationskanal der Austausch über erfolgte und potenzielle Investments erfolgen.

2.3 | ASSET SERVICING: ÜBERWACHUNG DES VERMÖGENS

Im dritten Schritt geht es schließlich um die Auswahl geeigneter Dienstleistungen zur Überwachung des Vermögens. Dazu gehören unter anderem Custody-Dienste zur sicheren Verwahrung der Vermögenswerte und zur Überwachung der verwalteten Portfolios, klare und verständliche Performance-Berichte, der Zugang zu weiteren Dienstleistungen wie Wertpapierleihe, Steuerdienstleistungen sowie Online-Zugriff auf Konten und Finanzinformationen. Auch können zur Beschaffung liquider Mittel wertpapierbesicherte Kredite in Anspruch genommen werden. Dies ist für einige Unternehmerfamilien von entscheidender Bedeutung, da die Zahlungsfähigkeit – auch in Zeiten von Liquiditätsengpässen – über zur Verfügung stehende Kreditlinien jederzeit sichergestellt werden kann.

2.3.1 Depotbankdienstleistungen und Berichterstattung

Mit einer zentralen Banking-Plattform lässt sich ein breites Spektrum von Funktionen und weltweit zugänglichen Dienstleistungen abbilden, darunter zentrale Depot-Verwahrstellen (sog. „Global Custody“) und Reporting-Dienstleistungen, und somit eine bessere Kontrolle der Anlagen erreichen. Zahlreiche Aufgaben bei der Verwahrung von Wertpapieren sind zu beachten, wie zum Beispiel das Inkasso von Zinsen, die Abwicklung von Transaktionen sowie die Ausübung von Stimm- und Bezugsrechten, ebenso mögliche Rückforderungen von Quellen- und Verrechnungssteuern. Zudem lassen sich via Wertpapierleihe zusätzliche Erträge erzielen, ohne dabei ein großes Risiko einzugehen. Damit verbundene Risiken werden im Allgemeinen durch die Hinterlegung von Sicherheiten limitiert.

Mit einem Global-Custody-Mandat können Vermögensinhaber ihre Portfoliomanager selbst auswählen und den „Custodian“ mit der Ausführung von Anlageentscheidungen und der Abwicklung von Handelsgeschäften über dessen Banking-Plattform beauftragen. Ein Custodian fungiert lediglich als Verwahrer von Wertpapieren und trifft keine Entscheidung über die Strategie und die Selektion der Anlagen. Diese Aufgaben werden an einen oder mehrere unabhängige professionelle Berater oder Portfoliomanager ausgelagert.

Durch ein Global-Custody-Mandat werden in der Regel kostensenkende Skaleneffekte erzielt und Portfolios lassen sich leichter überwachen. So wird der Aufwand gemindert, beispielsweise können mehrere Berichte standardisiert erstellt werden.

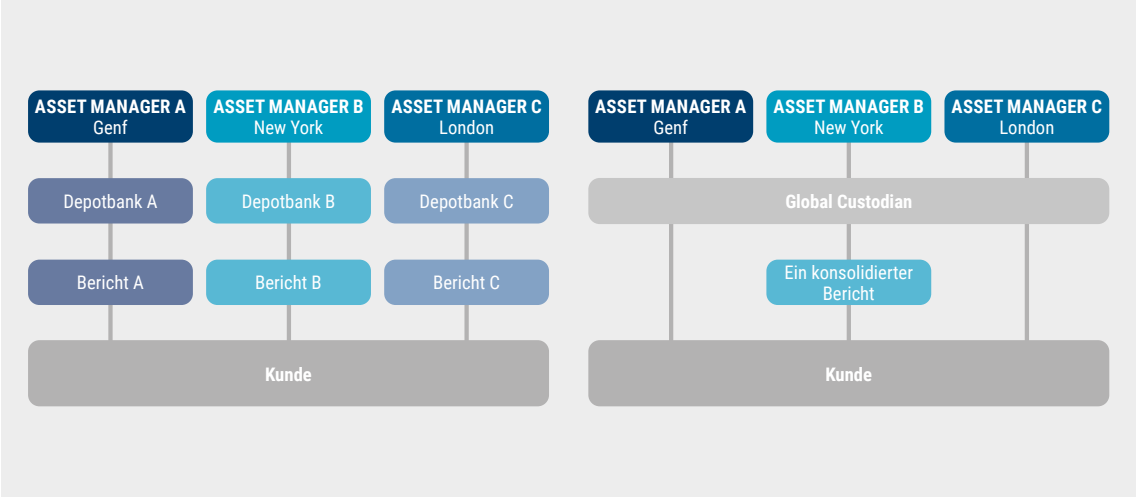


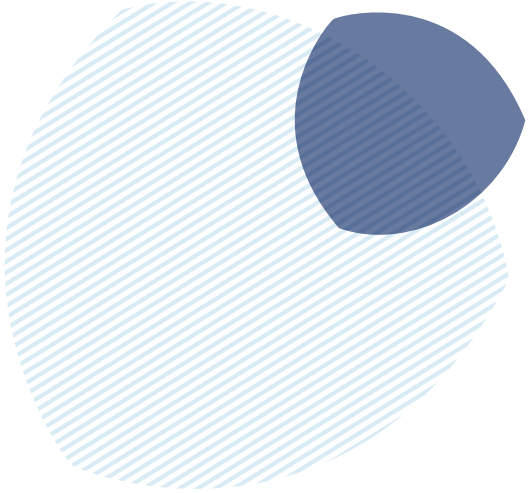
Abbildung 4: Beispiel eines Depotbankmandats und eines Globalbankmandats (eigene Darstellung)

2.3.2 Handelsdienstleistungen

Handelsabteilungen von Banken sollten Zugang zu allen großen internationalen Märkten und Anlagekategorien (Aktien, festverzinsliche Papiere, Devisen und Edelmetalle, strukturierte Produkte und Derivate) bieten und somit stets erstklassige Liquidität gewährleisten. Wesentlich ist ein proaktiver Ansatz nach dem Grundsatz der bestmöglichen Ausführung („Best Execution“).

2.3.3 Kreditlösungen

Kreditfazilitäten, die in der Regel mit Finanzanlagen besichert werden, dienen für gewöhnlich dazu, neue, oftmals unternehmerische Chancen zu nutzen. Darlehen werden in Form von Kontokorrentkrediten oder als erneuerbare feste Vorschüsse mit festgelegten Laufzeiten gewährt. Als Sicherheiten dienen hinterlegte Vermögenswerte. Ferner können Garantien für bestimmte Geschäfte oder ein Drittkonto ausgestellt, Sicherheitsmargen im Handel mit Derivaten oder anderen Finanzinstrumenten angelegt und Sicherheiten für Kapitalzusagen bei Private-Equity-Anlagen angeboten werden. Zur Deckung kurz- bis mittelfristigen Bedarfs an liquiden Mitteln oder zur Nutzung neuer Anlagechancen können mit Wertpapieren besicherte Kreditlinien eingerichtet werden, sodass bestehende Anlagen nicht verkauft werden müssen. Dadurch lässt sich ein Portfolio mit Anlagen in anderen Finanzinstrumenten diversifizieren und der Ertrag durch einen Hebel verbessern.



AKTUELL

Vermögensanlage im Reality-Check

Unter dem Titel „So sichern Unternehmerfamilien ihr Vermögen“ erschien im März 2024 eine gemeinsame Studie des Unternehmermagazins „wir“, der WIFU-Stiftung und der Pictet Group.[9] Für diese Studie hatten 257 Vertreter von großen und mittelgroßen deutschen Familienunternehmen zwischen Oktober und Dezember 2023 an einer schriftlichen Umfrage teilgenommen, 180 von ihnen haben den Fragebogen vollständig ausgefüllt. 83 Prozent dieser 180 Antwortgeber sind Gesellschafter in einer operativen oder Aufsichtsfunktion. 29 Prozent der Unternehmen befinden sich in der dritten Generation, 22 Prozent in der vierten und noch einmal 22 Prozent in der fünften oder einer weiteren Generation. Nachfolgend ausgewählte Ergebnisse dieser Studie.

„Worin sehen Sie die größte Bedrohung für den Erhalt des Familienvermögens?“
So lautete die erste Frage an die Umfrageteilnehmer. Mit 55 Prozent (der 180 abgegebenen Nennungen) lag die „Erhöhung von Steuern und Abgaben in Deutschland“ sehr deutlich auf Platz 1 der Befürchtungen. Die aktuelle Welt-, Wirtschafts- und Nachrichtenlage fand ihren Niederschlag in weiteren Umfrageergebnissen. So nannten 42 Prozent ein im Vergleich mit den USA und China zu geringes Tempo Europas bei technischen Entwicklungen. In der Gruppe der Vertreter der fünften Generation sorgten sich sogar 53 Prozent um den Technologiestandort Europa. Auf den Rängen 3 und 4 sind „(Handels-)Kriege und Abschottung der Märkte“ (38 Prozent) sowie „Populismus und Spaltung der Gesellschaft in den industrialisierten Ländern“ (36 Prozent) zu finden.

Im Mittelfeld zwischen 29 und 26 Prozent lagen fünf Bedrohungsszenarien dicht beieinander: das „Ansehen von Unternehmertum in der Gesellschaft“, die Inflation (dieser Faktor ging gegenüber der Befragung von 2022 sehr deutlich von 61 auf nun 28 Prozent zurück), ein „politischer Machtverlust Europas im Vergleich zu den USA und China“, „Konflikte im Kreis der Familiengesellschafter“ sowie Staatsverschuldung infolge der multiplen Krisen und Kriege. „Mangelnde Kompetenzen“ sowie „mangelndes Interesse“ im Gesellschafterkreis nannten 18 bzw. 14 Prozent der Befragten als aus ihrer Sicht größte Bedrohung. Alle drei auf den Gesellschafterkreis bezogenen Sorgen hatten im Vergleich zu den Ergebnissen des Jahres 2022 zugenommen.

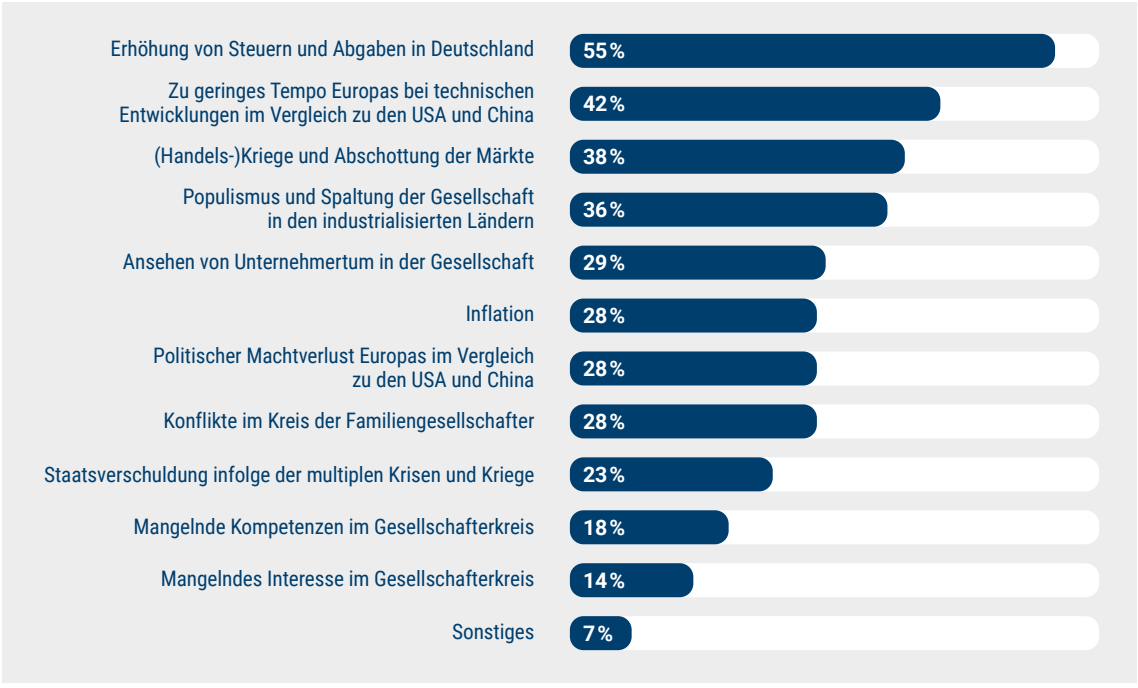


Abbildung 5: „Worin sehen Sie die größte Bedrohung für den Erhalt des Familienvermögens?“

[9] Vgl. F.A.Z. Business Media (2024). Die vollständige Untersuchung steht online zur Verfügung unter: www.wirmagazin.de/studien/barometer/4-wir-barometer-so-sichern-unternehmerfamilien-ihr-vermoegen/ (abgerufen am 4.4.2024).

„Welches langfristige Anlageziel für das Familienvermögen insgesamt verfolgen Sie?“

Den „realen Werterhalt“ nannten 51 Prozent von 180 Antwortgebern als ihr langfristiges Anlageziel. Höher lag dieser Wert bei den Vertretern von Unternehmen mit weniger als 500 Millionen Euro Umsatz: Bei einem Unternehmensumsatz von 20 bis 100 Millionen Euro priorisierten 59 Prozent und bei einem Umsatz zwischen 100 und 500 Millionen Euro 60 Prozent den realen Werterhalt als zumindest langfristiges Ziel.

„Welche nominalen Renditeziele verfolgen Sie langfristig für Ihr Gesamtvermögen?“

Im Vergleich mit Erhebungen vergangener Jahre sind die nominalen Renditeziele stets ambitionierter geworden. 43 Prozent der Antwortgeber nannten den Zielbereich 5 bis 10 Prozent und 41 Prozent gaben ein Renditeziel von 3 bis 5 Prozent an. Überdurchschnittlich hoch lagen die Erwartungen bei den Vertretern von Unternehmen mit mehr als einer Milliarde Euro Umsatz: Von diesen gaben sogar 59 Prozent eine Nominalrendite zwischen 5 und 10 Prozent an.

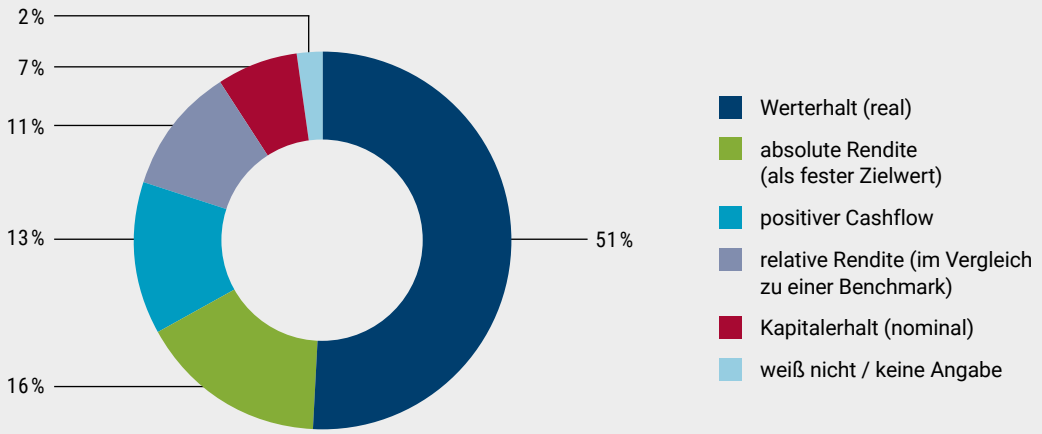


Abbildung 6: „Welches langfristige Anlageziel für das Familienvermögen insgesamt verfolgen Sie?“

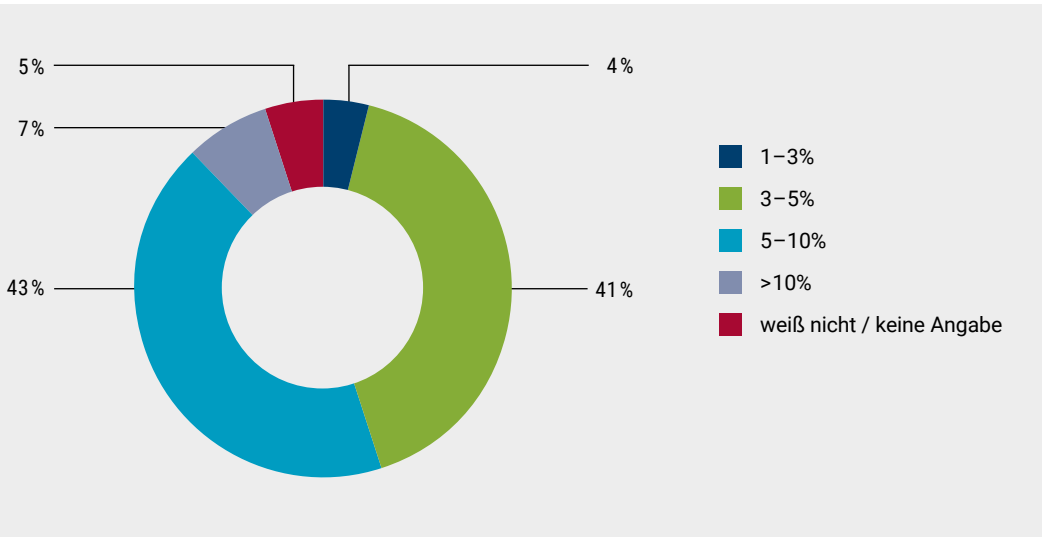


Abbildung 7: „Welche nominalen Renditeziele verfolgen Sie langfristig für Ihr Gesamtvermögen?“

„Haben Sie vor, Ihre Investments nachhaltig auszurichten?“

Nachhaltigkeit ist in aller Munde – das macht diese Frage so interessant: Welchen Stellenwert haben Nachhaltigkeitsziele, wenn diese die Rendite schmälern könnten? (In der Befragung wurden sowohl ESG-Kriterien als auch die 17 globalen Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen als Antwortmöglichkeit gegeben.) 36 Prozent der Befragten (Vorjahresbefragung: 26 Prozent) sagten, dass sie Nachhaltigkeitsaspekte bei ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen wollen, jedoch nur, wenn diese „nicht auf Kosten der Rendite“ gingen. 22 Prozent (Vorjahresbefragung: 18 Prozent) sagten, dass „nachhaltige Investments … bei uns keine hervorgehobene Rolle“ spielten. Lediglich 15 Prozent (Vorjahresbefragung: 20 Prozent) gaben an, dass sie für Nachhaltigkeitsziele auch auf Rendite verzichten wollten. Nachhaltigkeit scheint also für die Gesamtstrategie der Vermögensanlage von nachrangiger Bedeutung zu sein und in krisenhaften oder als krisenhaft empfundenen Situationen als Anlageziel zurückzutreten.

Der Blick auf die Unternehmensgrößen zeigt, dass nicht auf Rendite verzichten zu wollen, von 24 Prozent der Vertreter von Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 20 und 100 Millionen Euro genannt wurde. Bei Unternehmen der Kategorie 100 bis 500 Millionen Euro stieg der Wert auf 28 Prozent, in der Kategorie 500 Millionen bis 1 Milliarde auf 44 Prozent und lag in der Kategorie über 1 Milliarde Umsatz bei 41 Prozent.

„In welchem Rahmen diskutieren Sie Ihre Vermögensstrategie?“

Die Antworten auf diese Frage deuten auf ein professionalisiertes Herangehen an vermögensstrategische Überlegungen. 54 Prozent der Nennungen gaben formelle Beratungen sowohl mit Familienmitgliedern als auch Beratern an. Mit 31 Prozent ist es knapp ein Drittel, das angab, (auch) informell mit Familienmitgliedern zu diskutieren. Es scheinen also in der überwiegenden Zahl der Fälle keine einsamen Top-down-Entscheidungen getroffen zu werden, vielmehr findet ein Austausch über Ziele und Instrumente statt.

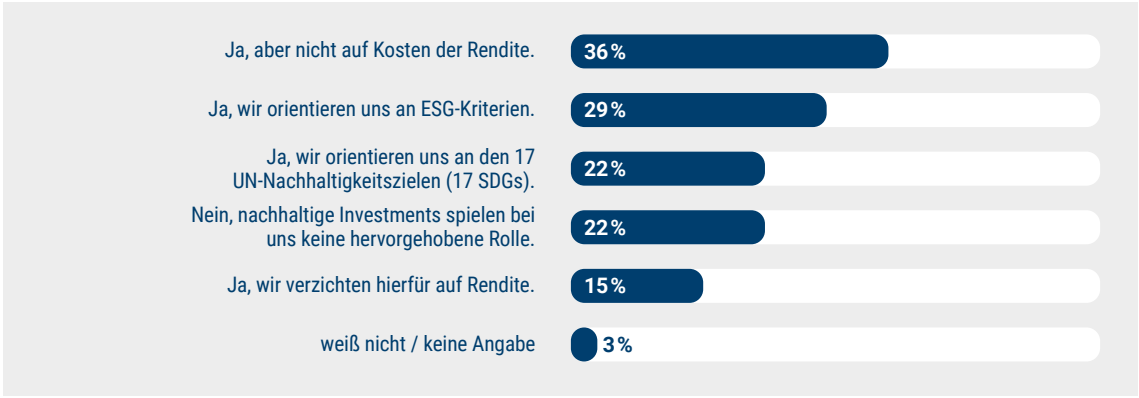


Abbildung 8: „Haben Sie vor, Ihre Investments nachhaltig auszurichten?“

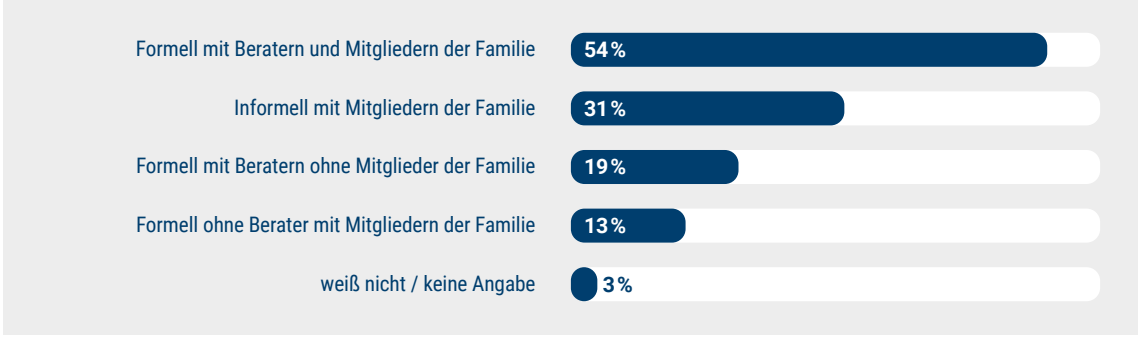


Abbildung 9: „In welchem Rahmen diskutieren Sie Ihre Vermögensstrategie?“[10]

[10] Die Abbildungen 5 bis 9 sind – grafisch diesem Praxisleitfaden angepasst – dem 4. wir-Barometer entnommen; vgl. F.A.Z. Business Media (2024).

3 | KURZVORSTELLUNG AUSGEWÄHLTER ANLAGEKLASSEN

Im nun Folgenden wird zunächst zwischen *traditionellen* sowie *alternativen* Anlageklassen unterschieden. Zwar existiert keine allgemeingültige Definition für alternative Anlagen, gleichwohl kann man festhalten, dass die alternativen Anlagen weitaus weniger liquide sind als die traditionellen Anlageklassen und darüber hinaus im Normalfall eine geringere Korrelation zu diesen besitzen. Daneben werden die vergleichsweise hohen Rendite-, aber auch Risikopotenziale dieser Assetklassen hervorgehoben.

Da viele Anleger bereits Erfahrungen mit traditionellen Anlageklassen gesammelt haben, fokussieren sich die weiteren Ausführungen insbesondere auf die alternativen Anlageklassen, die in den vergangenen Jahren bei der strategischen Portfoliozusammensetzung zunehmend an Bedeutung gewonnen haben.

3.1 | TRADITIONELLE ANLAGEKLASSEN

Konventionelle (liquide) Portfolios bestehen in der Regel aus den drei traditionellen Anlageklassen: Liquidität, Anleihen und Aktien. Zur Liquidität gehören Bargeld, Währungen sowie Investitionen im Geldmarkt, beispielsweise Termingelder oder Geldmarktfonds. Derartige Investments haben zuletzt wieder an Bedeutung gewonnen, da aufgrund der Zinsanhebungen attraktive Renditen zu erzielen waren.

3.1.1 Anleihen

Anleihen oder festverzinsliche Wertpapiere sind verbriefte Schuldverschreibungen, die zur Beschaffung von Fremdkapital von einem Emittenten ausgegeben werden und durch folgende Aspekte charakterisiert werden können: Als Emittenten von Anleihen können alle Arten von Institutionen (Staaten, öffentlich-rechtliche Institutionen, Unternehmen) auftreten. Die Anleihe zahlt dem Investor zu vertraglich vereinbarten Terminen einen Zins auf den zur Verfügung gestellten Betrag (Nennwert). Nach Ablauf der vertraglich festgelegten Laufzeit zahlt der Emittent (Schuldner) die Anleihe zum Preis von 100 Prozent zurück.

Das Spektrum der Assetklasse ist breit, so gibt es neben den klassischen Kupon-Anleihen auch sogenannte Nullkupon-Anleihen (Zerobonds), bei denen keine laufenden Zinszahlungen, sondern lediglich die ausstehende Tilgungszahlung für die Bewertung ausschlaggebend ist. Die Risikoprämie, die ein Investor mit dem Kauf eines Zerobonds erzielen kann, berechnet sich demnach aus dem niedrigen Ausgabekurs und dem Rückzahlungskurs von 100 Prozent. Darüber hinaus gibt es noch variabel verzinste Anleihen, sogenannte Floating Rate Notes („Floater"), bei denen sich die Zinszahlungen aus dem variablen Marktzins und einem festen Risikoaufschlag zusammensetzen. Wandelanleihen und Aktienanleihen gehören zusammen mit High-Yield-Anleihen, Hybridanlagen und inflationsgeschützten Anleihen zu den Sonderformen dieser Assetklasse. Neben dem Kreditrisiko des Emittenten stellt das *Zinsänderungsrisiko* das größte zu beachtende Risiko der Assetklasse dar. Indikatoren für das *Ausfallrisiko* einer Anleihe sind die Kreditratings der Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch. (Allerdings sind auch diese kein Garant für Sicherheit, wie man bei der globalen Finanzkrise 2008/09 sowie der Griechenland-/Eurokrise beobachten konnte.)

3.1.2 Aktien

Aktien sind verbriefte Eigentumsanteile einer Aktiengesellschaft und beinhalten (Teil-)Eigentumsrechte an dieser, wie zum Beispiel ein Stimmrecht auf der Hauptversammlung und einen Anteil am Gewinn. Neben einem steigenden Aktienwert profitiert der „Shareholder" von den Gewinnausschüttungen in Form von Dividenden. Eine Aktie wird aus diesem Grund häufig als Barwert aller zukünftigen Zahlungsströme (Dividenden) bepreist. Diese Bewertungsmethode (das Discounted Dividend Model) basiert allerdings auf zwei elementaren Annahmen: die Höhe der zukünftigen Dividenden und des zukünftigen Diskontierungszinssatzes. Ähnlich ver-

hält es sich mit dem häufig erwähnten Discounted-Cash-Flow Verfahren (DCF), bei dem die erwarteten freien Cashflows berücksichtigt werden.

Wie bei anderen Assetklassen ist die *Diversifikation* für den Investor von elementarer Bedeutung. Diese Diversifikation kann auf verschiedenen Kriterien basieren, z. B. Regionen oder Sektoren, in denen die Unternehmen tätig sind. Obwohl viele Investoren versuchen, durch das Timing und Einzelaktienselektion den Gesamtmarkt in der Rendite zu übertreffen, zeigt die Empirie, dass dieses Vorhaben nahezu unmöglich ist.

Aufgrund dessen, dass die Summe der Aktien eines Unternehmens das Eigenkapital darstellt, welches im Insolvenzfall als Erstes haftet, sind Aktien die Anlageklasse mit dem höchsten Risiko und der höchsten erwarteten Rendite (verglichen mit Anleihen und Liquidität). Im Portfoliokontext bedeutet das, dass das Gewicht von Aktien maßgebend für den Risikograd des Portfolios ist.

Durch das Zusammenspiel verschiedener Assetklassen lässt sich das Gesamtrisiko des Portfolios senken, insbesondere wenn die kombinierten Anlageklassen negativ miteinander korrelieren.[11] Aus diesem Grund hat sich historisch ein „ausgewogenes Portfolio" mit einem Aktien-Anleihen-Verhältnis von 60 zu 40 Prozent bewährt. Es besteht ferner die Möglichkeit, weitere Anlageklassen zu inkludieren, die jedoch nicht für jeden Investor zugänglich sind.

3.2 | ALTERNATIVE ANLAGEKLASSEN

Zu den alternativen Anlageklassen („alternative Assets") gehören unter anderem Hedgefonds, Private Equity, Private Debt, Immobilien sowie Rohstoffe. In den vergangenen Jahren haben alternative Assets bei Portfoliokonstruktionen enorm an Bedeutung gewonnen. Diese Anlageklassen, die untereinander sehr heterogen sind, standen zunächst insbesondere institutionellen Anlegern zur Verfügung. Mittlerweile sind diese auch für eine breitere Anlegerschicht zugänglich. Private Equity umfasst Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen, Real Estate umfasst verschiedene Immobilienprojekte, während Private Debt die Kreditvergabe an nicht-öffentliche Einrichtungen beinhaltet. Die Attraktivität privater Anlagen liegt in ihrem Potenzial für überdurchschnittliche Renditen, in ihren Diversifizierungsvorteilen und in ihrer geringeren Korrelation mit traditionellen Märkten. Das wachsende Interesse an privaten Vermögenswerten lässt sich auf das Streben nach höheren Renditen in einem Niedrigzinsumfeld, das Streben nach Portfolioresistenz in Zeiten von Marktunsicherheiten und den Wunsch zurückführen, ungenutzte Möglichkeiten jenseits der öffentlichen Märkte zu nutzen.

3.2.1 Hedgefonds

Unter Hedgefonds werden aktiv verwaltete Fonds verstanden, die darauf ausgerichtet sind, in jeder Marktphase eine positive Rendite zu erzielen. Unter den diversen Kategorien von Hedgefonds sind die „Equity Long-Short Hedgefonds" am bekanntesten. Im Gegensatz zu klassischen Fonds, die lediglich Long-Positionen (Kauf-Positionen) eingehen, versuchen „Equity Long-Short Hedgefonds" mit Hilfe von Leerverkäufen (der Verkauf von Positionen, die sich nicht im Eigentum des Verkäufers befinden) und Derivaten auch von fallenden Kursen zu profitieren. Aus diesem Grund wird häufig auch der Begriff „marktneutrale Strategien" in diesem Zusammenhang genannt. Bei erfolgreicher Ausführung ist der Hedgefonds in der Lage, Gewinne in steigenden wie auch fallenden Marktphasen zu generieren, wodurch dieses Finanzinstrument über eine geringe Korrelation mit anderen Assetklassen verfügt. Dies ist im Hinblick auf Diversifikation des Portfolios eine attraktive Charakteristik.

Aufgrund der Komplexität unterschiedlicher Strategien ist es entscheidend, sich ein umfassendes Bild der Ansätze, Chancen, aber auch Risiken einzelner Strategien zu verschaffen: Hedgefonds erzielen

[11] Korrelation ist ein statistisches Maß, das ausdrückt, inwieweit zwei Variablen in einer linearen Beziehung zueinanderstehen (das heißt, sie verändern sich in einem festen Verhältnis zueinander). Sie ist ein gängiges Hilfsmittel zur Beschreibung von einfachen Beziehungen, ohne eine Aussage über Ursache und Wirkung zu treffen.

in der Regel gute Ergebnisse in einem Umfeld, in dem die Diversifikation von Vermögenswerten gut funktioniert, und bei einer moderaten bis hohen Volatilität. Unter extremen Marktbedingungen können sie unterdurchschnittliche Ergebnisse erzielen, bleiben aber in aller Regel deutlich stabiler als beispielsweise Aktien.

Wie für alle Anlageklassen gilt, dass nicht jede (Hedgefonds-)Strategie in jedem Umfeld gleich gut funktioniert. Waren zu Beginn der Corona-Krise sog. „Aktien Long-/Short-Fonds" sehr erfolgreich, haben während des Zinsanstiegs 2022 die „Global-Macro-Strategien" deutlich besser abgeschnitten. Seit der Zinswende im Jahr 2023 entwickeln sich nun sog. „Event-driven" und „Aktien Long-/Short-Strategien" wieder sehr gut.

3.2.2 Private Equity

Private Equity ist eine Form des Beteiligungskapitals, bei der die vom Kapitalgeber eingegangene Beteiligung nicht an geregelten Märkten (Börsen) handelbar ist. Es wird daher auch als „außerbörsliches Eigenkapital" oder „privates Beteiligungskapital" bezeichnet. Private-Equity-Investoren (oder -Fonds) investieren direkt in private Unternehmen oder führen Übernahmen von börsennotierten Unternehmen durch, die zu einer Einstellung der Börsennotierung von Aktien führen. Das Kapital für Private Equity wird von privaten und institutionellen Anlegern aufgebracht und kann zur Finanzierung von Start-ups (Wagniskapital), für Übernahmen (Wachstum, Buyout) oder zur Stärkung der Bilanz (Sondersituationen/Turnaround) verwendet werden.

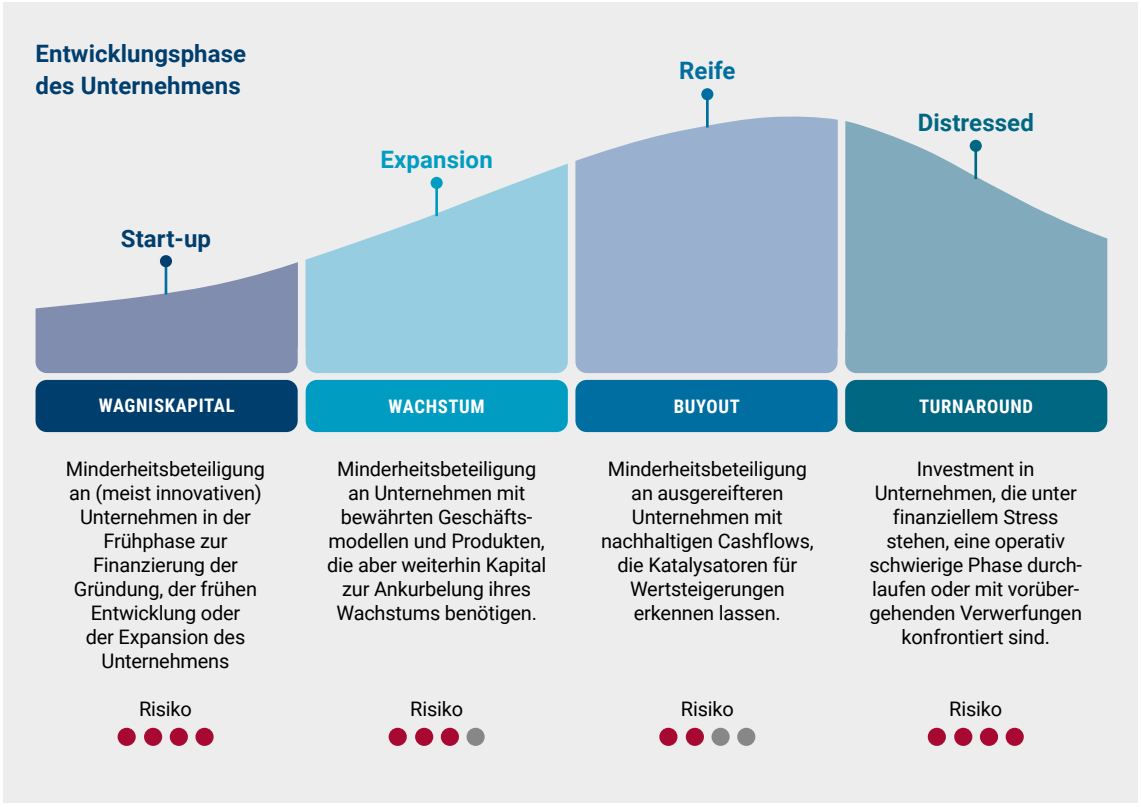


Abbildung 10: Private Equity und Entwicklungsphasen eines Unternehmens (eigene Darstellung)

Es handelt sich um eine aktive Investitionsstrategie, bei der durch betriebliche Verbesserungen Werte geschaffen werden.

Investitionen werden in der Regel über eine Fondspartnerschaft getätigt, die folgende Merkmale aufweist:

- geschlossene Investmentstrukturen
- Der Investitionszeitraum liegt in der Regel zwischen vier und sechs Jahren.
- Die Gesamtlaufzeit eines Fonds liegt zwischen zehn und zwölf Jahren.
- Die Partnerschaft wird von einem General Partner[12] (GP) verwaltet, der mit seinen Investoren (Limited Partners, LP[13]) abgestimmt ist.

Insbesondere Anlegern, die in illiquide Anlageklassen wie zum Beispiel Private Equity investieren möchten, bietet sich die überzeugende Möglichkeit, ihr Portfolio zu diversifizieren und reale Überrenditen im Vergleich zu den Renditen der traditionellen Anlageklassen zu erzielen.

Niedrigere Renditeerwartungen bei öffentlich gehandelten Anlagen: Es wird allgemein erwartet, dass Industrieländer-Aktien in den kommenden zehn Jahren um etwa ein Drittel niedrigere Renditen abwerfen werden als im Durchschnitt der letzten 40 Jahre. Die Aufnahme von Private Assets in ein Multi-Asset-Portfolio könnte helfen, das rückläufige Ertragspotenzial von Aktien wettzumachen.

Der grüne Deal: Regierungen der Länder, die für 70 Prozent der weltweiten Kohlenstoffemissionen verantwortlich sind, haben sich dem Ziel von netto Null Emissionen verschrieben. So werden nicht nur öffentliche Gelder diesem Ziel gewidmet, sondern viele Staaten werden auch Privatanlegern Steueranreize anbieten, damit sie es ihnen gleichtun. Für Ziele von netto Null Emissionen werden enorme Beträge in neue Technologien fließen müssen, um nicht nur die grüne Energieproduktion auszubauen, sondern auch, um neue Möglichkeiten zur Abscheidung von Emissionen zu finden, bevor sie in die Atmosphäre gelangen. Viele dieser innovativen Unternehmen werden klein und in Privathand sein und werden so zu bevorzugten Zielen von Wagniskapitalisten und Anlagen in Private Equity.

Disruption: Traditionelle Sektoren jeglicher Art erfahren Disruptionen durch Technologie und Innovation. Solche Disruptionen gehen häufig von innovativen Start-ups aus, zu denen Anleger nur Zugang über Private Equity und Wagniskapital erhalten.

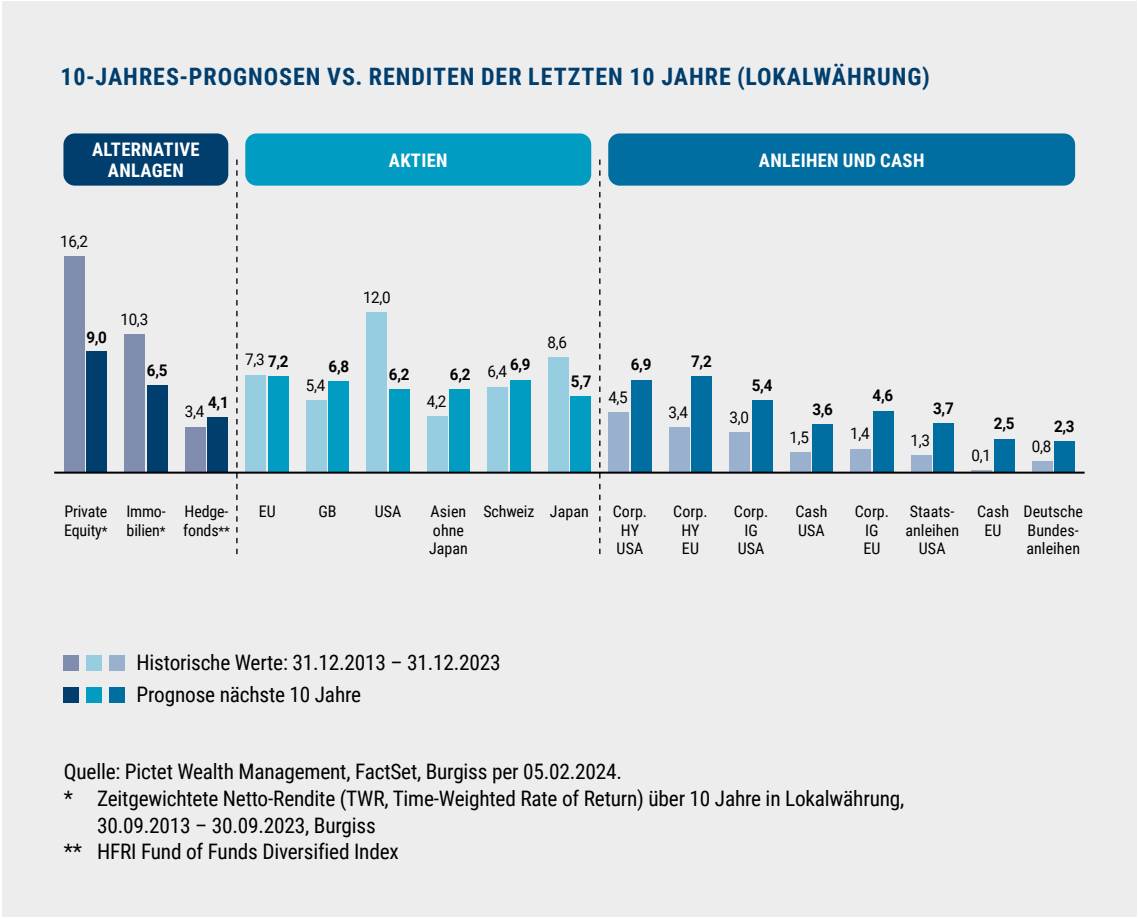
Starke Wertentwicklung vor einem Börsengang: Heute entfällt auf nicht-börsennotierte Firmen ein größerer Anteil des gesamten Anlageuniversums, einschließlich Unternehmen in den verschiedensten Entwicklungsphasen. Zugleich entscheiden sich Unternehmen heute später für den Börsengang als in früheren Zeiten und schaffen daher wesentlich mehr Wert, solange sie noch nicht notiert sind.

Private Assets können zwar die Renditeerwartungen kotierter Anlagen erreichen oder sogar übertreffen, doch einen Nachteil müssen Anleger in Kauf nehmen: die geringere Liquidität. Private Assets lassen sich in der Regel weder schnell noch einfach verkaufen (oder auch kaufen). Dies zwingt Private-Asset-Anleger natürlich, sich den Zugang zu diesen Anlagen zu sichern, aber es schreckt auch vom Verkauf ab, wenn der Markt abstürzt und die Versuchung zum Verkauf groß ist. Bei Marktverwerfungen kann ein Verkauf von Private Assets zu hohen Verlusten führen, insbesondere ein von den Umständen erzwungener Verkauf. Für langfristige Anleger mit durchdachter Asset-Allokationsstrategie ist Illiquidität dagegen kein Problem. Für sie geht es eher darum, eine Zielrendite zu erwirtschaften und nicht eine risikobereinigte Rendite. In der Vergangenheit lag die jährliche Rendite von Private Equity um durchschnittlich 3,8 Prozentpunkte über der von kotierten Märkten. Wenn die Renditen der kotierten Märkte hoch sind, insbesondere in Zeiten einer Erholung, kann Private Equity zeitweise auch niedrigere Renditen aufweisen, aber langfristig hat sich die zehnjährige Ertragsprämie dieser Anlageklasse als krisenfest erwiesen.

Für den Fall des Familienunternehmers ist es zudem wichtig zu beachten, dass dieser in der Regel bereits über eine erhebliche Exposition gegenüber

[12] Der General Partner (GP) ist für die Verwaltung, das Management und den Betrieb des Private-Equity-Fonds verantwortlich. Private-Equity-Firmen funktionieren und arbeiten unter der Leitung eines Komplementärs, der Kapital von verschiedenen Investoren beschafft und den Fonds verwaltet, indem er in dieses Kapital investiert.

[13] Ein Limited Partner (LP) im Zusammenhang mit privatem Beteiligungskapital oder Risikokapital ist eine natürliche oder juristische Person, die Kapital in einen Fonds einbringt, sich aber nicht an dessen Verwaltung beteiligt. Dabei handelt es sich häufig um Institutionen wie Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Stiftungen oder vermögende Privatpersonen.



Quelle: Pictet Wealth Management, FactSet, Burgiss per 05.02.2024.
* Zeitgewichtete Netto-Rendite (TWR, Time-Weighted Rate of Return) über 10 Jahre in Lokalwährung, 30.09.2013 – 30.09.2023, Burgiss
** HFRI Fund of Funds Diversified Index

Abbildung 11: Zehn-Jahres-Rückblick Prognosen vs. Renditen (eigene Darstellung)

Private Equity verfügt, nämlich das eigene Familienunternehmen. Ein weiteres Aufbauen von Private-Equity-Positionen führt also zu einem unerwünscht hohen Anteil des Investitionsvermögens in dieser illiquiden Assetklasse.

3.2.3 Immobilien

Der Zugang zu Immobilien kann sowohl über öffentliche als auch über private Vehikel erfolgen. Investitionen in private Immobilien erfolgen in der Regel über eine Fondspartnerschaft, eine geschlossene Investmentstruktur mit einer Investitionsdauer von typischerweise vier bis sechs Jahren und einer Fondslaufzeit von etwa zehn Jahren. Die Partnerschaft wird von einem General Partner (GP) verwaltet, der mit seinen Investoren (Limited Partners, LP) abgestimmt ist.

Da Private Assets bis zu einem gewissen Grad immun gegen Inflation sind, werden sie oft als „Realwerte" bezeichnet, bei Immobilien etwa sind die Mieten oft an die Inflation gekoppelt. Mittlerweile ist der Ausbau der Infrastruktur weltweit zu einer dringenden Notwendigkeit geworden: Laut globalem Infrastrukturausblick der G20-Staaten müssen bis zum Jahr 2040 94 Billionen US-Dollar investiert

werden, damit die Infrastruktur mit dem Bedarf an exponentiellem Wachstum der Weltwirtschaft mithalten kann. In den USA wird derzeit an einem Ausgabengesetz gearbeitet, wonach über eine Billion US-Dollar in die Instandsetzung und Verbesserung der nationalen Infrastruktur fließen soll.

Direktinvestitionen in Infrastruktur sind in der Regel umfangreich und erfordern einen erheblichen Kapitalaufwand. Allerdings können Anleger sowohl am öffentlichen als auch am privaten Markt in Infrastruktur investieren. Börsennotierte Unternehmen, die wichtige Infrastrukturanlagen besitzen und/oder betreiben, bieten Anlegern einen einfachen Zugang zu diesem attraktiven Marktsegment. Sowohl aktive als auch passive Fonds ermöglichen es Investoren, titelspezifische Risiken durch Diversifizierung zu minimieren.

Historisch weist börsennotierte Infrastruktur defensive Eigenschaften auf. Diese Charakteristik rührt daher, dass Infrastruktur auch in Krisenzeiten weiterhin genutzt wird. Unter diese Anlageklasse fallen beispielsweise Aktien von Flughäfen oder Mautstraßen. Diese Einrichtungen sind erfahrungsgemäß nur bedingt von globalen Krisen betroffen. Ein Ausnahmeereignis, bei dem dies nicht der Fall war, ist die Corona-Epidemie, bei der der globale Verkehr zusammenbrach. Grundsätzlich zeichnet sich Infrastruktur im Vergleich zu globalen Aktien jedoch durch eine Aufwärtspartizipation bei einem potenziell hohen Schutz vor Kursverlusten aus. Alternativ können Investoren über Investmentfonds Anlagemöglichkeiten im privaten Infrastruktursegment wahrnehmen.

- **Höhere Rendite:** Investitionen in Infrastruktur haben in den vergangenen 15 Jahren im Vergleich zu globalen Aktien eine höhere risikoadjustierte Rendite erzielt. Dies bedeutet, dass Investoren mit Infrastrukturinvestitionen höhere Erträge erzielen und gleichzeitig das Risiko reduzieren konnten. Ein Beispiel dafür sind Investitionen in erneuerbare Energien wie Wind- und Solarkraftprojekte, die staatlich gefördert werden und langfristige Verträge mit garantierten Einspeisetarifen haben. Diese Projekte haben in vielen Fällen attraktive Renditen geliefert, da sie von staatlichen Anreizen profitieren und stabile Einnahmeströme aus dem Verkauf von erneuerbarer Energie generieren.

- **Überzeugende und beständige Erträge:** In der Regel basieren diese Erträge auf langfristigen Verträgen oder Konzessionen, die Preisanpassungen an die Inflation vorsehen. Beispielsweise können Mautstraßen Einnahmen generieren, die an Verkehrsbelastung und Inflation angepasst werden. Dies bedeutet, dass die Erträge aus Infrastrukturinvestitionen in der Regel stabil und vorhersehbar sind, da sie auf langfristigen vertraglichen Vereinbarungen beruhen.

- **Portfoliodiversifikation:** Infrastrukturinvestitionen bieten auch eine gute Möglichkeit zur Portfoliodiversifikation. Sowohl private als auch börsennotierte Infrastruktur weisen im Vergleich zu weltweiten Aktien und Anleihen eine geringere Korrelation auf. Das bedeutet, dass sie eine geringere Abhängigkeit von anderen Anlageklassen haben und dadurch das Risiko im Portfolio reduzieren können. Investitionen in Häfen, Flughäfen und Telekommunikationsinfrastruktur können beispielsweise eine gute Ergänzung zu traditionellen Aktien- und Anleihepositionen sein.

- **Inflationsgeschützte Erträge:** Infrastrukturanlagen können als solche ihre Preise an die zunehmende Inflation anpassen; daher bieten sie Anlegern langfristig eine stabile, wachsende Ausschüttungsrendite. Der Grund dafür ist, dass Infrastrukturen häufig monopolartige Stellungen haben. So können beispielsweise interkontinental Reisende nicht von Flugreisen auf andere Verkehrsarten umsteigen. Flughäfen sind dadurch in der Lage, das Preisniveau an die Reisenden weiterzugeben.

- **Wachstumspotenzial der Anlageklasse:** Ein weiterer Vorteil von Infrastrukturinvestitionen besteht darin, dass diese Anlageklasse ein hohes Wachstumspotenzial bietet. Investitionen in erneuerbare Energien profitieren beispielsweise von der steigenden Nachfrage nach sauberer Energie und dem Ausbau der Infrastruktur für Elektrofahrzeuge. Das Wachstumspotenzial der Infrastrukturinvestitionen wird auch durch den Ersatzzyklus in diesem Sektor unterstützt, da viele

bestehende Infrastrukturprojekte modernisiert oder erneuert werden müssen. Durch Investitionen in Infrastruktur können Anleger von diesem Wachstumspotenzial profitieren und langfristige Renditen erzielen.

Insgesamt bieten Investitionen in Infrastruktur eine attraktive Kombination aus höheren Renditen, überzeugenden und beständigen Erträgen, Portfoliodiversifikation und Wachstumspotenzial. Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass private, außerbörsliche Infrastrukturinvestitionen illiquide sind und daher einen längeren Anlagehorizont erfordern. Investoren sollten ihren Anlagehorizont und ihre Risikobereitschaft berücksichtigen, wenn sie eine solche Asset-Allokation in Betracht ziehen.

3.2.4. Private Debt

Bei Private Debt handelt es sich um Fremdkapital für nicht-kotierte Unternehmen oder Immobilien. Es gibt zahlreiche Varianten, doch am häufigsten sind Kredite bankfremder Kapitalgeber für Private Assets (Privatmarktanlagen), darunter Direktdarlehen an mittlere Unternehmen und Kreditquellen für Private-Equity-Transaktionen, sog. „Leveraged Buyouts". Private-Debt-Investoren können diese Darlehen am Sekundärmarkt kaufen. Es gibt verschiedene Private-Debt-Strategien, die ein breites Spektrum möglicher Engagements zur Ertragssteigerung und Portfoliodiversifizierung bieten.

- **Direct Lending (Direkte Kreditvergabe):** Direkt – also ohne Intermediär – vergebene vorrangige Darlehen an mittlere Unternehmen. Auch revolvierende Kreditlinien und zweitrangig besicherte Darlehen können zu dieser Kategorie gezählt werden. Unitranche-Fazilitäten, die verschiedene Finanzierungsinstrumente unter einem Dach vereinen, kommen ebenfalls immer häufiger zum Einsatz.

- **Infrastructure Debt (Infrastrukturfinanzierung):** Anleihen für Infrastrukturentwicklung und für Investitionen in bestehende Anlagen, wegen der langen Nutzungsdauer der betreffenden Anlagen meist mit längeren Laufzeiten (30 Jahre und mehr).

- **Mezzanine Debt (Mezzanine-Finanzierung):** Nachrangige Anleihen (in der Regel mit Merkmalen wie Vorzugskapital) wie Warrants, die den Wert einer Anleihe erhöhen. Mezzanine Debt kommt häufig bei Leveraged Buyouts (LBO) zum Einsatz.

- **Real Estate Debt (Immobilienfinanzierung):** Die gängigste Immobilienfinanzierungsstrategie ist die direkte Kreditvergabe (Direct Lending) für einen Immobilienkauf. Auch der Kauf und Verkauf verbriefter Immobilienkredite am Sekundärmarkt kann dieser Strategie zugerechnet werden. Vom Risikoprofil her liegt sie je nach Objekt zwischen Kernakquisitionen und Entwicklungsfinanzierung.

- **Venture Debt (Wagnisfinanzierung):** Fremdfinanzierung von Unternehmen mit Wagniskapitalunterstützung. Für die Unternehmen dient Venture Debt dazu, ohne weitere Kapitalverwässerung die Zeit bis zum Exit zu verlängern.

- **Distressed Debt (notleidende Anleihen):** Unterscheidet sich von Spezialsituationen dadurch, dass es meist um den Kauf von Papieren am Sekundärmarkt geht und nicht um die Aufnahme von neuem Fremd- oder strukturiertem Eigenkapital.

3.2.5. Rohstoffe

Die Anlageklasse der Rohstoffe reicht von Edel- und Industriemetallen wie Gold und Kupfer über natürliche Rohstoffe wie Öl bis hin zu Lebensmitteln wie Getreide oder Lebendvieh. Der Handel mit Grundnahrungsmitteln ist allerdings ethisch bedenklich. Neben Edelmetallen, welche physisch gehandelt werden können, geschieht der Handel mit Rohstoffen hauptsächlich durch das Eingehen von Termingeschäften wie Futures oder Forwards. Bei derartigen Geschäften verpflichtet sich der Käufer, eine bestimmte Menge eines Rohstoffs zu einem vertraglich fest gesetzten Termin zu einem bestimmten Preis zu kaufen. Für Privatanleger empfiehlt sich der Handel über ETCs, diese bilden die Entwicklung an den Rohstoffmärkten ab. Diese „Exchange Traded Commodities" sind den bekannteren ETFs („Exchange Traded Funds") sehr ähnlich. Für Investoren ist es wichtig zu verstehen, dass

Rohstoffe an sich keinen Ertrag liefern. Im Gegensatz zu Aktien, die Dividenden zahlen, oder Anleihen, bei denen ein Kupon ausgezahlt wird, spekuliert ein Rohstoffinvestor lediglich auf eine Preissteigerung des Rohstoffs.

Historisch gesehen haben Rohstoffe in den letzten 100 Jahren real, das bedeutet inflationsbereinigt, an Wert verloren. Eine Ausnahme ist Gold. Die Krisenwährung Gold bewährte sich historisch in Zeiten großer ökonomischer Unsicherheit wie Staatskrisen und Währungsreformen. So blieb die effektive Kaufkraft einer Unze Gold über Jahrhunderte hinweg mehr oder weniger konstant. Ein weiterer Effekt ist, dass Gold in Zeiten ökonomischer Unsicherheit aufgrund der erhöhten Nachfrage häufig steigt und somit einen aktiven Beitrag zur Diversifikation eines Portfolios leisten kann. Entschließt sich ein Privatinvestor nun für den Kauf eines physischen Goldbarrens, so ist wichtig zu wissen, dass die Differenz zwischen Kauf und Verkaufspreis relativ hoch ist. Eine solche Kaufentscheidung will also gut überlegt sein. Es ist anzumerken, dass unter deutschem Recht beim Verkauf keine Kapitalertragssteuer auf die Kursgewinne von Gold gezahlt werden muss.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Aufstieg privater Vermögenswerte als ernstzunehmende Konkurrenten in der Investitionsarena deren transformative Wirkung auf die Finanzlandschaft unterstreicht. Die Anziehungskraft von Private Equity, Immobilien und Private Debt liegt in ihrem Potenzial, höhere Renditen, Diversifizierung und Widerstandsfähigkeit zu bieten, was sie aus dem Schatten der Exklusivität in die vorderste Reihe moderner Anlagestrategien katapultiert hat. In den vergangenen Jahren hat sich ein bemerkenswerter Wandel vollzogen, da diese Anlageklassen leichter zugänglich wurden und dies ein breiteres Spektrum von Anlegern in die Lage versetzte, neue Möglichkeiten jenseits der traditionellen Märkte zu erkunden.

4 | VERMÖGENSANLAGE UNTER BERÜCKSICHTIGUNG VON NACHHALTIGKEITSKRITERIEN

4.1 | ESG-KRITERIEN

In der Vergangenheit wurden das Anlegen sowie das Spenden von Vermögen als zwei getrennte Aktivitäten betrachtet. Die entsprechenden Vermögenswerte wurden oft unabhängig voneinander verwaltet, ohne nennenswerte Berührungspunkte. Das erklärte Ziel von Anlagen waren Renditen, während Spenden eine soziale oder ökologische Wirkung erzielen sollten.

Inzwischen ist eindeutig belegt, dass Anlagen, die Ökologie-, Sozial- und Governance-Überlegungen (ESG) berücksichtigen, langfristig besser abschneiden als andere Anlagen. ESG-Anlagen bieten nicht nur Schutz gegen Abwärtsrisiken – insbesondere bei sozialen oder wirtschaftlichen Krisen –, sondern führen auch zu einer besseren finanziellen Performance von Unternehmen durch ein verbessertes Risikomanagement und mehr Innovation. Zudem beginnt die virtuelle Mauer zwischen Philanthropie und Impact Investing zu bröckeln, denn die Vorteile einer Zusammenarbeit zeigen ein umfassendes Instrumentarium auf für eine verantwortungsvollere und letztlich bessere Zukunft für alle. Für „verantwortungsbewusste Anleger" müssen somit klassische quantitative Analysen des Unternehmenswerts um eine fundierte qualitative Anwendung positiver und negativer externer Faktoren ergänzt werden.

In den letzten Jahren haben Unternehmen weltweit die Messlatte für Berichterstattung und Transparenz immer höher gelegt und über ihre gesamte Lieferkette hinweg neue Standards für nicht-finanzielle Daten eingeführt, die ökologische Auswirkungen und Menschenrechte betreffen. Neben den Eigeninitiativen der Unternehmen steigt auch der Druck seitens der Konsumenten und der Zivilgesellschaft. Insbesondere die Global Reporting Initiative (GRI) hat die Unternehmen dazu gebracht, die Auswirkungen ihrer Tätigkeiten auf nicht-finanzielle Aspekte (wie zum Beispiel die globale Erwärmung) zu verstehen und offenzulegen. Inzwischen wenden über 7500 Organisationen die GRI-Richtlinien an. Darüber hinaus hat sich in den vergangenen Jahren auch die Regulierung deutlich weiterentwickelt: Seit 2017 sind alle Unternehmen in der EU mit mehr als 500 Beschäftigten zu einer ESG-Berichterstattung verpflichtet.

Beim verantwortlichen Investieren werden nicht-finanzielle Sachverhalte in den Anlageentscheidungen berücksichtigt und es werden Lösungen für die disruptiven Kräfte gefördert, die die Welt künftig prägen werden. Anleger können mit ihren Anlageentscheidungen zu einem neuen, nachhaltigen globalen Gleichgewicht beitragen. Das ist nicht nur in Bezug auf die Verantwortung des Einzelnen wichtig, sondern auch für die langfristige Finanzperformance. Werden nicht-finanzielle Daten in die Unternehmensanalyse einbezogen, erhalten Anleger ein wesentlich umfassenderes Bild der Zukunftsaussichten eines Unternehmens – und das in einer Welt, in der Nachhaltigkeit eine immer größere Rolle spielt. Außerdem trägt dies dazu bei, Risiken zu identifizieren und abzumildern, die sowohl mit dem Unternehmen selbst als auch mit dessen Wertschöpfungskette verbunden sind. Ungünstige ökologische und soziale Auswirkungen können erwartete Cashflows schmälern und das Überleben eines Unternehmens bedrohen.

Das Konzept des verantwortungsbewussten Anlegens (Responsible Investing, RI) erfasst die Breite der damit verbundenen Anlagechancen und zugleich deren Hauptziel: nach objektiven Standards verantwortungsbewusst anzulegen. Dies umfasst ein breites Spektrum an Möglichkeiten, von der ESG-Integration, bei der Faktoren aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance in die traditionelle Finanzanalyse einbezogen werden, bis hin zum Impact Investing, bei dem die Erzielung einer positiven sozialen Wirkung höhere Priorität hat als die finanzielle Rendite. Dieses Verantwortungsbewusstsein erstreckt sich naturgemäß auch auf die Erhaltung und Verbesserung des Lebensraums, der künftigen Generationen hinterlassen wird.

4.2 | DIE SECHS SDG-TRANSFORMATIONEN

Die 17 UN-Ziele für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDG) verlangen wichtige Transformationen, für welche Regierungen, Zivilgesellschaft, Wissenschaft und Wirtschaft an einem Strang ziehen müssen. Bei der Umsetzung gilt das Prinzip, dass niemand zurückgelassen werden darf, also keine soziale Gruppe geschädigt oder benachteiligt werden darf.

Es gibt sechs SDG-Transformationen[14], die einen Handlungsrahmen und ein vielfältiges Spektrum an Anlagemöglichkeiten bieten.

4.3 | SPEKTRUM VERANTWORTUNGSBEWUSSTER ANLAGEANSÄTZE

Die Finanzbranche vermittelt mitunter den Eindruck, dass die Verbindung von Überzeugungen mit Kapitalallokationen nur mit Abstrichen bei der „Finanzperformance" möglich ist. Dieser Eindruck ist nicht nur falsch, sondern ignoriert auch den finanziellen Mehrwert, den verantwortungsbewusstes Investieren bieten kann. Natürlich gibt es keine Patentlösung, die der Vielfalt der Anleger gerecht wird. Doch ein gemeinsamer Rahmen, der auf den Prioritäten und Überzeugungen eines Anlegers basiert, kann dazu beitragen, dieser Aufgabe besser gerecht zu werden.

Abbildung 12: Die sechs SDG-Transformationen auf einen Blick (eigene Darstellung)

[14] Siehe hierzu: https://resources.unsdsn.org/six-transformations-to-achieve-the-sustainable-development-goals-sdgs (Abruf am 5.3.2023).

- **Anlegen ohne ESG-Kriterien:** Bei Anlagen ohne ESG-Kriterien werden Ökologie-, Sozial- und Governance-Überlegungen bei der Auswahl der Wertpapiere nicht berücksichtigt. In der Vergangenheit dominierten solche Anlagen, da ESG-Merkmale schwer zu bewerten waren und ihre finanzielle Bedeutung unklar war. Heute können es sich immer weniger Investmentmanager leisten, ESG-Überlegungen zu ignorieren. Diese sind nicht nur finanziell relevant, sondern verbessern und vertiefen auch das Risikokonzept. Ein Beispiel dafür ist der Abbau von thermischer Kohle. Einige Unternehmen könnten in Zukunft möglicherweise nicht mehr in der Lage sein, ihre gesamten Kohlereserven zu verkaufen, diese Vermögenswerte könnten daher zu sogenannten „Stranded Assets" werden, die vor dem Ende ihrer geplanten wirtschaftlichen Nutzungsdauer an Wert verlieren. Vorausschauende Anleger können solche Überlegungen nicht ignorieren, da sie neben den Umweltbedenken auch finanziell relevant sind.

- **Anlegen mit ESG-Kriterien:** Die Integration von ESG-Kriterien in den Anlageprozess wird zunehmend zum Mindeststandard für den Aufbau eines widerstandsfähigen Portfolios. Die Portfoliomanager berücksichtigen dabei Nachhaltigkeitsrisiken, sind jedoch nicht verpflichtet, Unternehmen aufgrund ihrer ESG-Eigenschaften auszuwählen oder auszuschließen. Die Überprüfung der ESG-Merkmale ist vielmehr Teil eines umfassenden Due-Diligence-Prozesses. Verantwortungsbewusstes Anlegen umfasst eine breite Palette an Möglichkeiten, von der ESG-Integration bis hin zum Impact Investing, bei dem die Erzielung einer positiven sozialen Wirkung Vorrang vor der finanziellen Rendite hat.

- **Wertebasiertes Screening:** Bei diesem Ansatz werden bestimmte Sektoren, gewerbliche Tätigkeiten oder Produkte, die weitreichende negative externe Effekte haben, bewusst ausgeklammert. Dadurch kann den persönlichen Verantwortungseinschätzungen Rechnung getragen werden. Es werden auch Akzeptanz und Einhaltung verschiedener Werte und Überzeugungen berücksichtigt, um ein Anlageuniversum zu schaffen, das kontroverse Anlagethemen ausschließt.

- **Normenbasiertes Screening:** Beim normenbasierten Screening werden bewusst bestimmte Sektoren, gewerbliche Tätigkeiten oder Produkte ausgeklammert, die weitreichende negative Begleiterscheinungen mit sich bringen. Dieser Ansatz basiert auf internationalen Normen, die beispielsweise von supranationalen Institutionen herausgegeben werden.

- **„Best-in-class"-Ansatz:** Hierbei konzentriert man sich auf Unternehmen mit starken Prinzipien. Das Ergebnis ist ein gut diversifiziertes und global repräsentatives Portfolio mit einer Performance, die entweder den Standard-Benchmarks entspricht oder diese übertrifft. Zudem zielt diese Strategie indirekt darauf ab, Unternehmen zu ermutigen, ESG-Kriterien in ihre Unternehmenskultur einzubeziehen.

- **Nachhaltigkeitsthemen:** Ökologisch und sozial ausgerichtete Anlagen bieten Anlegern, die sich globalen Herausforderungen stellen wollen, eine Möglichkeit, ihre Anlagen mit ihrer gesellschaftlichen Verantwortung in Einklang zu bringen. Anlagen mit Schwerpunkt auf ökologischen und sozialen Aspekten zielen auf aufstrebende Wirtschaftssektoren ab, die langfristiges Wachstum generieren.

- **Impact Investing:** Beim sogenannten „Impact Investing" fließt Kapital in Projekte und Unternehmen, die konkrete Veränderungen in der Gesellschaft herbeiführen wollen. Diese Wirkung wird gemessen und den Anlegern gegenüber transparent gemacht, sodass der jeweilige Beitrag überwacht werden kann.

Die verschiedenen Ansätze für verantwortliches Investieren sind einzeln umsetzbar, lassen sich aber auch kombinieren und haben häufig einen gemeinsamen Nenner. Beispielsweise könnte ein thematischer Fonds bestimmte Sektoren ausklammern und gleichzeitig ESG-Faktoren in seinen Anlageprozess einbeziehen. Es ist ebenfalls wichtig zu beachten, dass das anlagefähige Universum vom gewählten Anlageansatz beeinflusst wird. Wenn man denselben Maßstab anwendet, den man für die Abbildung der nachhaltigen Anlagestrategien verwendet hat, wird offensichtlich, dass die Größe des Anlageuniversums invers mit dem Wunsch korreliert, eine greifbare positive Wirkung zu erzielen. Allerdings handelt es sich hierbei um kein statisches Bild. Nicht nur integrieren Unternehmen immer mehr ESG-Kriterien in ihre Unternehmenskultur, auch die Nachfrage nimmt weiterhin zu. Das Anlageuniversum für verantwortungsbewusste Anleger dürfte sich somit rasch vergrößern.

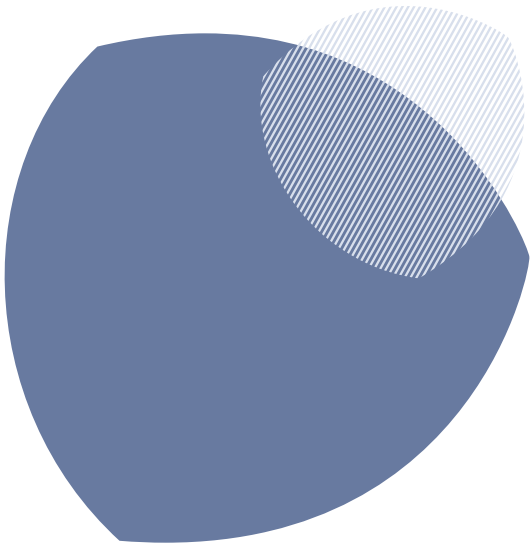
5 | ZUSAMMENFASSUNG

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Vermögensarchitektur eine strategische Herangehensweise erfordert, um Familienvermögen über Generationen hinweg zu erhalten und zu steigern. Die Festlegung der Ziele der Familie unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Vorstellungen und Lebensziele der Familienmitglieder ist von entscheidender Bedeutung. Die Entwicklung einer Family Governance, die alle relevanten Aspekte des Familienvermögens umfasst, ist ein wesentlicher Schritt, um wichtige Entscheidungen zu treffen und eine reibungslose Übertragung auf die nächste Generation sicherzustellen. Die erfolgreiche Verwaltung von Familienvermögen wird von den drei Säulen „Vermögensarchitektur", „Investmentlösungen" und „Asset-Servicing" getragen.

Family Offices bieten Lösungen, um einen kohärenten Ansatz für die Verwaltung des Familienvermögens zu entwickeln. Ihr Aufgabenbereich lässt sich in drei Teilbereiche unterteilen: Die Family Governance umfasst die Erstellung einer Familienorganisation, einer passenden Strategie sowie die Kommunikation innerhalb der Familie. Die Investment Governance befasst sich mit der Entwicklung eines Investment Policy Statements und der Umsetzung und Überwachung der Investmenttätigkeiten. Die Operative Governance legt jeglichen Umgang mit Beratern und anderen Beteiligten im Rahmen eines Operating Guide fest und regelt die Verwahrung von Vermögenswerten.

Bei der Umsetzung der Investitionen stellt sich für verantwortungsbewusste Anlegerinnen und Anleger die Frage, inwiefern dies alles in die Investmententscheidung einfließen soll. Das Spektrum, in welchem sich der Investor positionieren kann, reicht vom geringsten Grad, dem „wertebasierten Screening", bis zum höchsten Grad, dem „Impact Investing", bei welchem Investitionen nur in solche Unternehmen getätigt werden, die einen konkreten aktiven Beitrag zu einer positiven gesellschaftlichen Veränderung leisten.

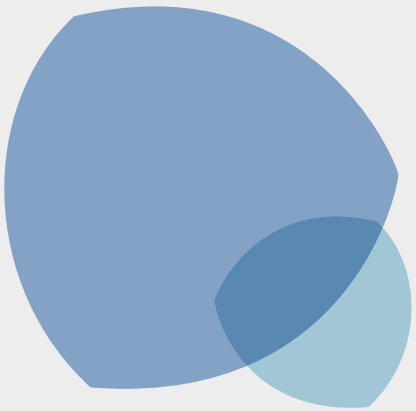
Neben den gängigen liquiden Assetklassen wie Anleihen und Aktien erfreuen sich private Anlagen wie Immobilien, Private Equity und Private Debt zunehmender Beliebtheit. Dies rührt daher, dass in privaten Anlageklassen eine weitaus höhere Rendite zu erzielen ist. Allerdings kommt diese attraktive Eigenschaft auf Kosten höherer Illiquidität. Für Gesellschafter und Gesellschafterinnen ist es daher elementar, dass ihre Anlageplanung auf einem ganzheitlichen Ansatz basiert, welcher auch die bestehenden Anteile im Familienunternehmen für die Liquiditätsplanung miteinbezieht.



6 | QUELLEN UND WEITERFÜHRENDE LITERATUR

- Berk, J. & DeMarzo, P. (2020): Grundlagen der Finanzwirtschaft. Analyse, Entscheidung und Umsetzung. München: Pearson.
- De Maria, C. (2021): Asset Allocation and Private Markets. A Guide to Investing with Private Equity, Private Debt and Private Real Assets. Weinheim: Wiley.
- Dietlein, G. & Schellenberger, M. (2023): Die internationale Unternehmerfamilie. Ausgewählte Beispiele für Fallstricke in anderen Rechtssystemen. Praxisleitfaden. Witten: WIFU-Stiftung.
- Druyen, T. (2021): Einführung in die Vermögenskultur. Über die Geschichte, die Entwicklung und die Transformation einer Lebens- und Gestaltungshaltung. WIFU-Praxisleitfaden. Witten: WIFU.
- Ducatillon, H. (2020): Fragen und Antworten: Ohne Governance geht es nicht. Genf: Pictet Wealth Management.
- F.A.Z. Business Media (Hrsg.) (2024): So sichern Unternehmerfamilien ihr Vermögen. Ergebnisse einer Umfrage unter Gesellschaftern von großen und mittelgroßen Familienunternehmen in Deutschland in Zeiten von Inflation, Russlands Angriffskrieg und globaler Unsicherheit. 4. wir-Barometer. Frankfurt am Main: F.A.Z. Business Media. www.wirmagazin.de/studien/barometer/4-wir-barometer-so-sichern-unternehmerfamilien-ihr-vermoegen/ (Abruf vom 4.4.2024).
- Futterlieb, C. & Sachse, P. (2012): Familienunternehmen und Private Equity. Voraussetzungen, Prozesse und Ergebnisse beim Einsatz von familienexternem Eigenkapital. WIFU-Praxisleitfaden. Witten: WIFU.
- Hartmann-Wendels, T.; Pfingsten, A. & Weber, M. (2019): Bankbetriebslehre. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Kirchdörfer, R. (2020): Stiftungen von Familienunternehmen. Stiftungsmodelle, Steuerfragen und Regelungen – ein Überblick. WIFU-Praxisleitfaden. Witten: WIFU.
- Kirchdörfer, R.; Layer B. & Seemann, A. (2019): Familienunternehmen und Besteuerung. Teil 1: Inland. WIFU-Praxisleitfaden. Witten: WIFU.
- Kirchdörfer, R.; Layer, B.; Matenaer, S. & Seemann, A. (2019): Familienunternehmen und Besteuerung. Teil 2: Ausland. WIFU-Praxisleitfaden. Witten: WIFU.
- Kleve, H.; Simons, F. & Köllner, T. (2024): Treuhändermentalität in wachsenden Unternehmerfamilien. Wie eine transgenerationale Haltung zu Eigentum und Vermögen aktiv hergestellt werden kann. Praxisleitfaden. Witten: WIFU-Stiftung.
- Kormann, H. & Rüsen, T. A. (2020): Vermögensstrategie der Unternehmerfamilie. In : Rüsen, T. A. & Heider A. K. (Hrsg.) (2020): Aktive Eigentümerschaft in Familienunternehmen. Gesellschafterkompetenz in Unternehmerfamilien entwickeln und anwenden. Berlin: Erich Schmidt.

- Kormann, H. & Rüsen, T. A. (2021): Diversifizierung minimiert Vermögensrisiko. In: Unternehmeredition 4/2021. München: Going Public Media.
- Kübel, M. (2020): Unternehmerfamilie und Familienvermögen. In: Rüsen, T. A. & Heider A. K. (Hrsg.) (2020): Aktive Eigentümerschaft in Familienunternehmen. Gesellschafterkompetenz in Unternehmerfamilien entwickeln und anwenden. Berlin: Erich Schmidt.
- Lamers, P. & Pawlytta, M. (2021): Notfallplanung für Unternehmerfamilien. Mit Sorgfalt und Voraussicht den Bestand des Unternehmens sichern.
- Layer, B. & Seemann, A. (2022): Familienunternehmen und die Erbschaftsteuer. Erbschaftsteuerliche Grundlagen und Gestaltungsüberlegungen zur Optimierung der Unternehmensnachfolge. 2., aktual. Auflage. Praxisleitfaden. Witten: WIFU-Stiftung.
- Lippe, G. (2001): Das Wissen für Bankkaufleute. Das umfassende und praxisorientierte Kompendium für die Aus- und Weiterbildung. Wiesbaden: Gabler.
- Lustig, Y. (2014): The Investment Assets Handbook. A Definitive Practical Guide to Asset Classes. Petersfield: Harriman House.
- Porter, M. E. & Kramer, M. R. (2011): Creating shared value. Boston: Harvard Business Review 89(1-2), S. 62-77.
- Rüsen, T. A.; Schlippe, A. v. & Groth, T. (2022): Familienstrategieentwicklung in Unternehmerfamilien. Inhalt und Formen von Family Governance und Familienmanagementsystemen. Praxisleitfaden. Witten: WIFU-Stiftung.
- Sachs, J. D.; Schmidt-Traub, G.; Mazzucato, M.; Messner, D.; Nakicenovic, N. & Rockström, J. (2019): Six Transformations to Achieve the Sustainable Development Goals. In: Nature Sustainability, Vol. 2. Heidelberg: Springer. S. 805-814.
- Sangiorgio, R. & Courth, C. (2021): Wirkung maximieren: Wie man Anlegen und Philanthropie effizient kombiniert. Genf: Pictet Wealth Management.
- Seyfried, A. & Siller, A. (2020): Grundlagen des Vermögensmanagements vor dem Hintergrund der Besonderheiten von Familienunternehmen. In: Rüsen, T. A. & Heider A. K. (Hrsg.) (2020): Aktive Eigentümerschaft in Familienunternehmen. Gesellschafterkompetenz in Unternehmerfamilien entwickeln und anwenden. Berlin: Erich Schmidt.
- Simons, F. F. A. (2023): Treuhändermentalität in dynastischen Unternehmerfamilien. Die Herstellung einer vermögensstrategischen Haltung als soziale Praxis. Göttingen: V&R unipress.
- Wohlschlägl-Aschberger, D. (2019): Bankgeschäft und Finanzmarkt. Praxiswissen kompakt. Wiesbaden: Springer Gabler.



KONTAKT

HERAUSGEBER

Die im Jahr 2009 gegründete gemeinnützige WIFU-Stiftung hat die Aufgabe, Forschung und Lehre auf dem Gebiet des Familienunternehmertums sowie den Praxistransfer der Erkenntnisse zu fördern. Zu ihren wichtigsten Förderern zählen rund 80 Familienunternehmen aus dem deutschsprachigen Raum. Im Mittelpunkt aller Aktivitäten der WIFU-Stiftung steht die Gewinnung, Vermittlung und Verbreitung hochwertigen und an aktuellen Fragestellungen orientierten Wissens über Familienunternehmen und Unternehmerfamilien. Die eingesetzten Fördermittel dienen vornehmlich der Errichtung und dem Erhalt von Lehrstühlen, der Unterstützung von Forschungsvorhaben sowie der Vergabe von Stipendien an Nachwuchswissenschaftlerinnen und Nachwuchswissenschaftler. Ein Schwerpunkt der Forschungsförderung durch die WIFU-Stiftung liegt auf dem Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU) an der Universität Witten/Herdecke mit seinen drei Forschungs- und Lehrbereichen Betriebswirtschaftslehre, Rechtswissenschaft und Psychologie/Soziologie. In Forschung und Lehre leistet das WIFU seit mehr als 25 Jahren einen signifikanten Beitrag zur generationenübergreifenden Zukunftsfähigkeit von Familienunternehmen. Ein weiterer Schwerpunkt der Arbeit der WIFU-Stiftung ist die Durchführung von Kongressen und anderen Veranstaltungen zu Themen des Familienunternehmertums. In Arbeitskreisen, Schulungen und anderen Formaten werden zudem praxisorientierte Kenntnisse und Fähigkeiten vermittelt, die eine familieninterne Nachfolge in der Leitung von Familienunternehmen fördern. Die Veranstaltungen der WIFU-Stiftung zeichnen sich durch einen geschützten Rahmen aus, in dem ein vertrauensvoller, offener Austausch möglich ist. Eine umfassende und aktive Öffentlichkeitsarbeit für Forschungsergebnisse auf dem Gebiet des Familienunternehmertums rundet das Aufgabenspektrum der WIFU-Stiftung ab.

Prof. Dr. Tom A. Rüsen
Geschäftsführender Vorstand der WIFU-Stiftung
Alfred-Herrhausen-Straße 48
58448 Witten
E-Mail tom.ruesen@wifu-stiftung.de
Telefon: +49 2302 926 519

WWW.WIFU.DE

AUTOREN

Daniel Schmitz

Achim Siller

Dennis Wiechmann

Daniel Schmitz
Pictet Wealth Management,
Leiter Nordrhein-Westfalen

Achim Siller
Pictet Wealth Management,
Leiter Portfoliomanagement Deutschland

Dennis Wiechmann
Pictet Wealth Management, Portfoliomanager

Die Pictet-Gruppe mit Hauptsitz in Genf ist ein von Teilhabern geführtes Unternehmen, dessen Grundsätze der Eigentumsübertragung und Nachfolgeregelung sich seit der Gründung im Jahr 1805 nicht verändert haben. Pictet ist einer von Europas führenden unabhängigen Vermögensverwaltern.

Pictet & Cie (Europe) AG
Neue Mainzer Straße 2-4
60311 Frankfurt am Main
E-Mail: wealth_deutschland@pictet.com
Telefon: +49 69 23 805 73 0

Alfred-Herrhausen-Straße 48
58448 Witten
E-Mail: herausgeber@wifu.de
Telefon: +49 2302 926 519

www.wifu.de
https://de.linkedin.com/company/wifu-stiftung

© 2024 · WIFU-Stiftung