

Große Vermögen – Schwierige Jagd nach Rendite

TAKTISCHE ASSET ALLOKATION WICHTIG WIE NIE — In Zeiten stetig sinkender Zinsen haben sich Anlageprodukte wie Aktien, Immobilien oder auch andere alternative Investments als Renditezugpferde erwiesen. Diese vom Niedrigzins begünstigten Assets in den Portfolios vermögender Familien waren das Schlüsselthema beim 8. PLATOWFORUM Family Office im idyllischen Königstein. Unter Moderation von **Hans Christian Blum (CMS Deutschland)** begaben sich an die 100 wissbegierige Gäste in den Austausch mit Anlagestrategen und Steuerexperten. Deren Rat ist angesichts politischer Unruhe und eines sich abzeichnenden steuerlichen Wandels gefragter denn je.

Sich widersprechende Signale

Klarheit war einmal, aktuell lassen sich die Zeichen auf den Weltmärkten nicht so leicht lesen. **Christoph Kind (Marcard, Stein & Co)** schaffte es dennoch, Klarheit in die komplexe Gemengelage zu bringen. Nach der Finanzkrise gab es an den Aktienmärkten nur eine Richtung: nach oben. Im aktuellen



Christoph Kind,
Marcard, Stein & Co

späten Konjunkturzyklus ist die Aussicht jedoch nicht mehr so eindeutig. Auch das politische Klima, in Europa ist es vor allem der omniprésente Brexit, sorgt für Unsicherheit. Dies zeigte auch eine spontane Umfrage im Plenum über dessen wahrscheinlichen Ausgang. Die Voten für einen „No-Deal“ und die für eine

„Absage“ des Brexit hielten sich fast die Waage. Nur eine Handvoll glaubt an ein Abkommen. Widersprüchliche Signale häufen sich. So befindet sich die US-Arbeitslosigkeit auf historischem Tief, gleichzeitig werden jedoch Leitzinssenkungen vorgenommen. Auch die US-Kapitalmärkte sind von Widersprüchen geprägt. Die Börse jagt von Hoch zu Hoch, obwohl die derzeitige Inversität bei den Zinsen in der Regel eine Rezession einläutet. Auch die deutsche Konjunktur sendet gemischte Signale, mit Tendenz Abschwung, eine technische Rezession drohe ohnehin schon, so Kind.

Die Weltwirtschaft werde sich abkühlen und Deutschland werde durch den Handelsstreit zwischen China und den USA in Mitleidenschaft gezogen. Der Konflikt sei ein Negativ-Summenspiel, das sich mit jeder neuen Tranche an Zöllen verschärft. Hatten die Zölle zunächst vergleichsweise geringe Preiseffekte, da sie Güter betrafen, die leicht substituiert werden konnten, werde die nächste (vierte) Tranche vor allem auf Konsumendprodukte (Elektrogeräte, Handys) abzielen, was letztlich die US-Kundschaft zu spüren bekommen wird. Geldpolitisch zeichnete Kind ein Bild von anhaltend niedrigen Zinsen, auch im Euroraum, da die **EZB** weiterhin Raum für Anleihekäufe hat. Das

größere Problem sei aktuell die Finanzpolitik. Wie viele seiner Kollegen sprach sich Kind für einen stärkeren fiskalpolitischen Impuls in Deutschland aus. Der Luft werde andernfalls dünn für die Wirtschaft. Die Aktienmärkte galoppieren indes nach einem schwachen Ausklang 2018 weiter davon, getrieben von einer 180 Grad-Drehung in der Geldpolitik.

Auch bei Aktien nicht alles Gold, was glänzt

Anlegern riet Kind zur Vorsicht. Hinter vielen lukrativ wirkenden Aktien mit niedrigen KGVs versteckte sich im europäischen Markt oft die klassische „Value-Trap“. Vor allem Autowerte und Banken seien günstig, jedoch gebe es gute Gründe für deren fundamental schlechte Bewertung. Mit den Worten, dass die Konjunktur gespalten sei, Deutschland unter dem Handelskrieg leide und die Notenbanken wohl oder übel einmal mehr als Feuerwehr agieren müssen, fasste Kind seinen Marktausblick zusammen. Nun sei es an der Zeit, Gewinne an den Aktienmärkten teilweise zu realisieren und sich durch eine höhere Portfoliobeimischung von Renten, Gold oder z. B. Deep-Discount-Zertifikaten abzusichern. ■

Kryptoassets – In Europa steht die Sternstunde noch bevor

FAMILY OFFICES SCHNUPPERN BEREITS — „Jeder, (...) der Interesse am Finanzmarkt hat, sollte sich mit Kryptoassets auskennen.“ Dieser Satz von Wirtschaftsnobelpreisträger **Harry Markowitz** trifft die Botschaft von **Martin Schmidt (Postera Capital)** am besten. Trotz anfänglicher Euphorie sind Kryptowährungen oder die Blockchain-Technologie keine Selbstläufer. Die alternativen Digitalassets stehen vielmehr zwischen den Fronten von Kritikern und Verfechtern. So gelten auch erfahrene Ökonomen und Investoren wie **Paul Krugman** oder **Warren Buffett** als heftige Kritiker dieser „Underdogs“ des Investmentuniversums. Für Schmidt ist dennoch klar: Kryptoassets sind gekommen, um zu bleiben und sie stecken inmitten einer Evolution hin zu einem professionalisierten Anlagemedium, wie ein Blick auf die Investorenkultur zeigt. In



Martin Schmidt,
Postera Capital

Wellen, so veranschaulicht Schmidt die Transformation dessen, was als Tech-Bewegung begann, wuchs die Investorengruppe der ersten Stunde. Zunächst waren es die „Fans“ des alternativen Ansatzes mit Bitcoins, darunter IT-Gründer und Hedge-fonds-Manager. Seit gut zwei Jahren interessieren sich ▶

auch institutionelle Investoren. Dabei zeigt sich, dass die USA in Sachen Tech-Trends Europa wieder einmal meilenweit voraus sind. Lt. **Fidelity** sieht knapp die Hälfte der institutionellen Investoren in ihren Portfolios Platz für Digitalassets. Den Blick für das Innovative haben dabei vor allem Familien. Stolze 80% der Family Offices beschäftigen sich intensiv mit dem Thema und zeigen eine große Affinität zu Kryptoassets. In Europa müsse die erste Skepsis noch überwunden werden. Aber Schmidt ist überzeugt, die Kryptos werden ihre Sternstunde auch hierzulande noch erleben. Gerade in Deutschland kann der bunte Strauß an Digitalassets mit familiärem Rückenwind rechnen, wie Schmidt aus der Praxis berichtet. So seien es oft Family Offices, die sich bewusst der Kryptothematik nähern wollen.

Die Blockchain, also die Basis-Technologie der allermeisten Digitalwährungen, wird eine große Zukunft haben, darüber herrscht auch unter Skeptikern breiter Konsens. Dass sich aber auch das Konzept Digitalmünze weiter professionalisiert, beweist aktuell der Techgigant **Facebook**. Es ist weniger die Idee, Menschen in Schwellenländern ohne Zugang zum Bankwesen die Möglichkeit zum bargeldlosen Zahlungsverkehr zu ermöglichen, die Facebooks hauseigene Digitalwährung Libra besonders macht. Seine Schlagkraft, so Schmidt, bekomme Libra dadurch, dass sie mit Währungen und Anleihen in verschiedenen Landeswährungen unterlegt werden soll. Damit könne Facebook durchaus Einfluss auf Währungskurse haben und letztlich Geldpolitik betreiben.

Auch Nichtinvestierte sollten sich Markowitz' Worte zu Herzen nehmen. Warum, zeigt letztlich der ökonomische Nutzen. Die digitale Assetklasse der „Kryptos“ lebt eben nicht nur vom emotionalen Hype unter den Bitcoin-Jüngern. Sie schließt vielmehr eine Lücke im Gefüge der traditionellen Anlageklassen, die bei hoher Liquidität ein hohes Risiko mit sich bringt, aber einen ebenso hohen erwarteten Return in Aussicht stellt und dabei kaum mit etablierten Assetklassen korreliert. An die hohe Volatilität, wie sie bei Hightech-Aktien üblich ist, müssen sich Anleger gewöhnen, räumt Schmidt ein. Wichtig sei für Investoren daher immer die Frage nach dem Makrotrend, nicht nach kurzfristigen Einstiegsmomenten. Aus dem stark gewachsenen Potpourri an digitalen Anlageprodukten halte grundsätzlich die Infrastruktur (Coin-Mining) ebenso interessante Chancen bereit wie das Blockchain-Ökosystem. In nahezu allen Bereichen reicht die Anlageform von Futures über offene Fonds, Aktien bis hin zu Venture Capital oder Zertifikaten. Ihrer Nische sind die Kryptos jedenfalls mit aller Kraft entwachsen. ■

Immobilien – Die Mischung macht's

MIT MEZZANINE-FONDS RISIKEN REDUZIEREN — Ohne den Anlageliebling schlechthin, die Immobilie, kommt kein Experten-Dialog über Investmentchancen aus. Und so war beim PLATOWFORUM die Bühne für **Marcus Kraft** bereitet. Da der durch jahrelangen Preisanstieg geprägte Sektor auch kein Garant mehr ist für die schnelle, hohe Rendite, müssen Investoren

auch hier etwas mehr Strategie an den Tag legen. Die lange als Erfolgsrezept gepriesene „buy and hold“-Philosophie alleine reicht nicht mehr. Genaue Analyse von sekundären Standorten, Verwendungszweck oder Zweitnutzungspotenzial der Immobilie als Backup sind heute integrale Bestandteile des Investmentprozesses im Immobilienbereich. Auch Kraft plädiert für einen differenzierten Ansatz. Als Manager bei **aamundo** brach er eine Lanze für Mezzanine-Fonds. Die Nachfrage nach dieser Mischfinanzierung aus Eigen- und Fremdkapital (Marktvolumen aktuell 5 bis 7 Mrd. Euro) in der Immobilienwirtschaft dürfte angesichts der verschärften Regulatorik, einer massiven Renditekompression und steigender Baukosten in den kommenden Jahren weiter zunehmen, prophezeit Kraft.

Seine Strategie bei Mezzanine-Investments zielt auf moderate Projektentwicklungsrisiken. Extremrenditen von 15 bis 20% verspricht Kraft nicht. Aber mit soliden 6 bis 7% jährlicher Ausschüttungsquote bei einer Laufzeit von fünf Jahren könne sich diese Investmentform sehen lassen.

Der Clou der Risikominimierung, so erklärt Kraft, bestehe darin, Pre-Developmentphasen, die oft an Planungs-, Finanzierungs- oder Genehmigungshürden scheitern, zu meiden und erst später in den Entwicklungsprozess einzusteigen. Abgerundet durch regelmäßige Bauprojekt-Controllerberichte, Standort-

Screenings, einem umfangreichen Track Record des Projektentwicklers, der Vermeidung von zyklischen Immobilienklassen wie Logistik und Hotels und einer maximalen Beteiligung von 15% des Werts des Investmentvermögens bietet sich Family Offices die Chance, auf etwas konservativere, aber attraktive Art in die Immobilienbranche zu investieren.



Marcus Kraft,
aamundo Fund Management

Share Deals – Für Familien gibt es noch Spielraum

Um den PLATOWFORUM-Gästen nicht nur die Vorteile von Immobilieninvestments zu zeigen, sondern den Blick für wachsende steuerliche Hürden bei Transaktionen zu schärfen, standen **Gregor Seikel (GSK Stockmann)** und Moderator **Hans Christian Blum** im Expertendialog Rede und Antwort.

Der Fiskus attackiert Vermögende gleich an verschiedenen Fronten. Die gepriesene steuerliche Sonderabschreibung bei Wohnbauten ist zu sehr gedeckelt, die Rechtsprechung bei anschaffungsnahen Anwendungen strenger. Besonders beachtenswert sei aber die Verschärfung des Grunderwerbsteuerrechts bei so genannten Share Deals.

Die politische Ankündigung, das Schlupfloch, durch Share Deals die Grunderwerbsteuer weitgehend zu sparen, zu schließen, wertet Seikel als Etikettenschwindel. Schließlich habe die Politik den Wohnungsbaugesellschaften der öffentlichen Hand die Möglichkeit dieser Steuerersparnis einmal bewusst

eingerräumt. Die Grunderwerbsteuer zählt zu den wichtigsten Einnahmequellen der Länder, die im europäischen Vergleich Spitzensätze aufrufen.

Nun also will der Gesetzgeber großkalibrige Immobilien-transaktionen stärker in die Steuerpflicht nehmen. Die Details seien vielschichtig, betont Seikel. Wesentliche Änderung ist die Grenze für Anteilsvereinigungen, mit deren Hilfe die Steuer umgangen werden kann. Bislang darf der Käufer bei einem Share Deal bis zu 95% der Anteile an der Gesellschaft selbst übernehmen. Die übrigen 5% müssen fünf Jahre lang vom Alteiligentümer gehalten werden, bevor sie übernommen werden. Diese Grenze wird ab Januar 2020 auf 90% herabgesenkt, die Haltefrist zusätzlich auf zehn Jahre verdoppelt.

Die neuen Spielregeln machen Share Deals nicht unmöglich, Investoren müssen nun aber strategisch genauer abwägen und höhere Kosten sowie größere Anteile des Kleingesellschafters berücksichtigen, erklärt Seikel. Die erfreuliche Nachricht für das Plenum: Für Familien und Family Offices gibt es auch künftig ausreichend Spielraum. Eine präventive Option, um die Grunderwerbsteuer zu sparen, so ergänzen die Anwälte, seien Schenkungen, sofern die Beteiligungsübertragung auf direkte Angehörige (Ehepartner, Kinder) erfolgt. Eine andere Möglichkeit wäre ein Set-up, bei dem eine im Wert stark gestiegene Bestandsimmobilie auf eine eigene Familiengesellschaft übertragen wird. Dadurch lasse sich die Abschreibungsgrundlage hochziehen. Familien können also mit dem richtigen Know-how auch die neuen steuerrechtlichen Klippen umschiffen. ■



Gregor Seikel (GSK Stockmann) und Hans Christian Blum (CMS Deutschland) über die steuerlichen Neuerungen bei Immobilientransaktionen.

Substanz wird stärker besteuert

MEHRBELASTUNG FÜR VERMÖGENDE UND SPARER — Die Tonlage von Seikel und Blum hatte zuvor schon **Swen Bäuml (WTS)**, ein Profi der Steuer- und Rechtsberatung, sehr eloquent getroffen. An allen Fronten würden Vermögende heute vom Fiskus unter Beschuss genommen. Die Angriffe gingen weit über das dominierende Thema rund um die Grunderwerbsteuer hinaus. So habe der Fiskus ganz bewusst die große Vermögen verwaltende Personengesellschaft ins Fadenkreuz gerückt. Dabei sei die Gründung dieser Gesellschaftsform meist nicht einmal

steuerlich motiviert, sondern solle vorrangig Privatvermögen besser strukturieren, im Erbfall eine Vermögenszerschlagung verhindern, Schutz im Falle einer Insolvenz einzelner Eigentümer bieten und die erbrechtliche Vermögensnachfolge regeln. Steuerrechtlich gäbe es weiterhin den Weg, für die Einnahmen die attraktive Abgeltungssteuer geltend zu machen und bei Immobilien die Steuerfreiheit nach der 10-Jahresfrist zu nutzen. Dieses Idyll sei trügerisch. So bestehe im Konkreten z.B. die Gefahr, dass die gesamten Einkünfte einer an sich privatvermögensverwaltenden KG in die Gewerblichkeit überführt würden. Diese Stolperfalle drohe u.a. bei Investments in regenerative Energien. Werden mit dieser als gewerblich eingestuft Tätigkeit mehr als 3% der Net-



Swen Bäuml, WTS

toumsatzerlöse erwirtschaftet, schlägt die Gewerblichkeit auf alle Erlöse durch, so Bäuml. Im Kern zeichne sich aktuell eine klare Mehrbelastung der Vermögensbildung ab. Auch das klassische Sparmodell sei in Gefahr. Das zeigten nicht zuletzt die Debatten um den Erhalt des „Soli“ auch für niedrige Einkommensklassen und die Einführung der Vermögensteuer. Letztere könne mit 1% des Verkehrswerts, so die geplante Bemessung, eine bedrohliche Schlagkraft entwickeln.

Die Verschärfungen bei der Grunderwerbsteuer, der vermögensverwaltenden Personengesellschaft und die aktuelle Debatte lassen das klare Bestreben der Bundesregierung erkennen, mehr auf die Besteuerung von Vermögenssubstanz abzielen, weg von der Besteuerung der Ertrags- und Leistungskraft. Haushaltspolitisch macht dieser Schwenk Sinn, werden damit doch die steuerlichen Einnahmequellen konjunkturabhängiger. Diese Tendenz sollten Wealth-Manager bei der Vermögensstrukturierung berücksichtigen und über steuerlich optimierte Investment-Vehikel abfedern. ■

Private Equity – Gerade die „Kleinen“ sind interessant

RENDITE AUCH MIT WENIGER KAPITAL — Abseits von Aktien und Immobilien gehen viele Family Offices den Weg zu mehr Rendite über Private Equity – der Königsklasse im Anlageuniversum. Der Zugang ist in der Regel mit hohen Investitionssummen verbunden. **Julien Zornig** und sein Team bei der Hamburger **Astorius Consult** ermöglichen Anlegern bereits ab einer Investitionssumme von 200 000 Euro den Zugang zu PE.

Zahl der Deals im Top-Segment unter Druck

Seit den Rekordjahren 2006/07 komprimiert sich der Transaktionsmarkt bei den Mega-Deals. Das Volumen steigt, die Anzahl

an Deals sinkt jedoch. Zuletzt flossen zwei Drittel des für PE eingeworbenen Kapitals in Fonds von über 1 Mrd. Euro Volumen. Die Crux: Diesen Large-Cap-Fonds stehen immer weniger Ziel-Unternehmen zur Verfügung, was zu deutlichen Kaufpreissteigerungen führte, erklärt Zornig.

Entgegen dem Trend, auf Large Caps zu setzen, nehmen die Anlagestrategen von Astorius daher das granulare Feld der Small-/Mid-Caps des europäischen Mittelstands ins Visier. Dort bieten sich meist eigenkapitalfinanzierte Transaktionsmöglichkeiten. Das attraktive Verhältnis von vielen Zielunternehmen zu



Julien Zornig,
Astorius Consult

geringem verfügbarem Beteiligungskapital verhindere überzogene Bewertungen, so die Logik hinter diesem Ansatz. Nicht zuletzt trumpfen gerade KMU auch durch strukturelle Wertsteigerungstreiber auf. Diese reichen von operativen Verbesserungen, die zusätzliche Wachstumspotenziale heben, bis zu attraktiveren Bewertungen (niedrigere Multiplikatoren). Wächst der Titel in das nächsthöhere Unternehmensegment, können

bei einem anschließenden Verkauf deutlich höhere Bewertungsmultiplikatoren erzielt werden.

Das Markt- und Zinsumfeld wird sich mittelfristig nicht ändern und Investoren, so Zornigs Prognose, würden sich sukzessive von etablierten Anlagen trennen. Das Angebot an PE-Produkten werde weiter wachsen. Noch spielt PE bei vermögenden Privaten und Family Offices kaum eine Rolle. Nur 8% der PE-Investoren sind Private, 5% Family Offices. Nicht zuletzt sei die verlässliche Bewertung angesichts der immensen Auswahl an Anlageoptionen gerade im fragmentierten Small- und Mid-Cap-Bereich eine echte Herausforderung. Letztlich sei das Aufspüren von Werten mehr Handwerk als Financial Engineering. Doch mit dem richtigen Fondsmanager an der Seite biete PE auch bei geringeren Investitionssummen die Chance auf nachhaltige Rendite. Dabei lohne es sich, abseits der Schwergewichte zu suchen. Denn KMU, so resümiert Zornig, würden nachhaltig besser performen als die Big Player. ■

Vermögensverwaltung – FANG-Aktien verlieren an Reiz

EIN GUTER BERATER IST EIN „ALLESKÖNNER“ — In die gleiche Kerbe wie Zornig schlug zumindest in diesem Punkt auch **Stefan Freytag (Deutsche Oppenheim Family Office)**: Strenge Auswahl und kompetente Beratung seien für eine robuste und taktische Assetallokation wichtiger denn je. Durch weltpolitische Eruptionen wie dem Handelsstreit oder dem Brexit, durch Klimawandel, Notenbankpolitik oder Cyberkriminalität gleiche die Vermögensanlage heute einem „Tanz auf dem Vul-

kan“. Verglichen mit 2018, einem Jahr, in dem keine Anlage mit positiven Returns aufwarten konnte, war der Tisch 2019 reichlich gedeckt. Die Chance auf eine Outperformance durch antizipative, aktive Assetallokation mit gängigen Instrumenten (Aktien, Rohstoffe, Anleihen) ergab sich aber bis in den Juli hinein nicht. Für die Deutsche Oppenheim, einem führenden Family Office, zu dessen Kundenkreis 100 der reichsten Unternehmerfamilien gehören, ist Outperformance aber die Kür, die ein aktiver Fondsmanager immer wieder zu meistern hat.



Stefan Freytag,
Deutsche Oppenheim

Der Weg führe dabei, so Freytag, über die Risikoprämien. Auf Grund ihres Performancenachteils sei zuletzt bei Small-Caps, so Freytag, wenig zu holen (-2% p.a.). Dagegen trumpften Growth-Aktien stark auf (10,7% p.a.). Schwer haben es Wealth-Manager indes am Rentenmarkt. Die beispiellose Lage dort sei geprägt durch negative Renditen sogar bei sehr langfristigen Bonds sowie bei kurzfristigen High-Yield-Anleihen. Diese Gemengelage mache Outperformance fast unmöglich. Zudem sei oftmals schlicht die Laufzeit der Investments zu kurz, konstatiert Freytag. Auch die Selektion bei Aktien sei in einem Jahr, in dem sich Chance und Risiko die Waage halten, nicht leicht. Auffällig sei aber, dass die einst starken



Über 100 Gäste kamen ins idyllische Königstein, um in den Dialog mit unseren Experten zu treten und sich über Immobilien, Kryptoassets und die allgemeine Marktstimmung auszutauschen.

FANG-Titel (**Facebook, Amazon, Netflix, Google**) deutlich an Strahlkraft verloren haben.

Ein „guter“ Vermögensverwalter, so das Fazit des Anlageexperten Freytag, habe ein „Alleskönner“ zu sein. Er müsse sich von klassischen Benchmarks lösen und dynamisches Finger-spitzengefühl beweisen. Die langfristige Perspektive im Blick, müsse er bei kleineren Schwankungen Nerven bewahren. Gleichzeitig sollte der Profi aber Handlungsbedarf stets erkennen und in der Lage sein, schnell zu reagieren und die möglichen Auswirkungen signifikanter Risiken zu bewerten. ■