



---

# Castell'scher Anlagebrief

---

*Monatlicher Anlagebrief der Fürstlich Castell'schen Bank, Oktober/November 2017*

---

*Nr. 33*

---

# Ein Plädoyer für die Vermögensverwaltung

---

*Dr. Sebastian Klein,  
Vorsitzender des Vorstands der  
Fürstlich Castell'schen Bank*

---



An dieser Stelle hatten wir vor einigen Ausgaben schon auf die neuen gesetzlichen Bestimmungen („MiFID II“) hingewiesen. Diese ab 1. Januar 2018 umzusetzenden neuen Vorschriften für das Wertpapiergeschäft werden – so die damalige und heutige These – das Wertpapierberatungsgeschäft „in neuem Licht“ erscheinen lassen und in der Tendenz werden damit vermögensverwaltende Anlagekonzepte stärker in den Mittelpunkt des Kundeninteresses rücken.

Für diese Tendenz sprechen neben regulatorischen Gründen auch einige strukturelle Überlegungen. Um diese einzuordnen, ist eine kurze Beschreibung des Unterschiedes zwischen Wertpapierberatung und Vermögensverwaltung nützlich. In der klassischen Wertpapierberatung werden Kauf-, Verkaufs- und Halteentscheidung vom Kunden auf Basis der Beratung durch die Bank getroffen. Demgegenüber delegiert der Kunde bei der Vermögensverwaltung diese Entscheidungen an die Bank auf Basis zuvor festgelegter vertraglicher Rahmenbedingungen. Was spricht nun aus Kundensicht für eine Delegation und damit vielleicht eine (vermeintliche) Aufgabe von Einfluss?

Zum einen kann ein Kunde sich damit Zeit sparen, da er sich nicht um die einzelnen Dispositionen kümmern muss. Zum zweiten gewinnt er an Geschwindigkeit, gerade bei stark schwankenden Kapitalmärkten, da Kapitalmarktexperten in der Vermögensverwaltung die Kapitalmärkte fortlaufend beobachten und – wo nötig – zeitnah agieren. Drittens haben Vermögensverwaltungen sui generis ihren Fokus auf einer optimalen Verteilung der Anlagegelder auf die verschiedenen Anlageklassen (z. B. Aktien, Renten, Liquidität). Studien belegen, dass der Beitrag dieser Entscheidungen zur Entwicklung des Portfolios oft eine größere Bedeutung hat als die Einzelentscheidung. Viertens bieten Vermögensverwaltungen die Chance, sich von individuellen Fehleinschätzungen ein Stück weit zu befreien. Oft nämlich tut man sich bei selbst (mit-)getroffenen Entscheidungen schwer, diese rechtzeitig zu revidieren, da man sich keine Fehler eingestehen möchte. Ein typisches Beispiel hierfür ist die weit verbreitete Tendenz, einzelne Aktien erst dann wieder zu verkau-

fen, wenn sie ihren Einstandspreis erreicht haben, unabhängig von den fundamentalen Einschätzungen. Schließlich kann der Kunde bei einer Vermögensverwaltung, wenn er es wünscht, eine performanceabhängige Vergütungsstruktur wählen und so die „festen“ Kosten reduzieren sowie im Gegenzug den Vermögensverwalter erst dann stärker entlohnen, wenn eine zuvor gemeinsam definierte Renditeschwelle überschritten wurde.

Alle diese möglichen vorteilhaften Aspekte werden in unserem Haus um Transparenz und Flexibilität ergänzt. Mit unserem Online-Banking ermöglichen wir dem Kunden einen täglichen Blick auf das Depot. Zudem ergibt sich – sofern erforderlich – durch die jederzeitige Kündbarkeit des Vermögensverwaltungsvertrages eine hohe Flexibilität.

---

## Verhalten und Wirkung

---

*Dr. Achim Hammerschmitt, CFA,  
Leiter Vermögensverwaltung & Fondsmanagement der  
Fürstlich Castell'schen Bank*

---

Der diesjährige Nobelpreis in Ökonomie geht an Prof. Richard Thaler von der Universität Chicago und damit an einen Vertreter wissenschaftlicher Forschung, der in seinen Arbeiten den Einfluss des Faktors Mensch auf die Entscheidungsfindung bei ökonomischen Problemen und Anlageentscheidungen untersucht hat. Mithilfe seiner Forschungsergebnisse lassen sich die Motivation und das Handeln der Marktteilnehmer besser beschreiben. Vereinfacht gesagt, bezog Professor Thaler die Faktoren Gier und Angst, die den menschlichen Anleger neben rationalen Überlegungen bei der Entscheidungsfindung beeinflussen, in seine Forschung mit ein und konnte damit das Verhalten der Märkte besser beschreiben.



Eine weitere Erkenntnis ist die der gedanklichen Buchhaltung, die wir Menschen nutzen. Hier werden verschiedene Gattungen von Anlagen in unterschiedliche gedankliche Schubladen abgelegt, was zur Folge hat, dass man sich über den engen Einfluss innerhalb der Schublade sorgt, das große Ganze aber aus den Augen verliert. Aktuell würde ich die Verwendung von Staatsanleihen in einem Anlageportfolio als Paradebeispiel für diese Überlegung anführen. Diese und dabei insbesondere deutsche Staatsanleihen sind wegen ihrer niedrigen bis negativen Rendite bis Endfälligkeit bei Anlegern und Anlageberatern derzeit nicht beliebt. Davon abgesehen, dass die Rendite bis Endfälligkeit nicht das rechte Maß zur Beurteilung einer Anlage in Rentenpapiere ist, blendet dieses Argument die Rolle von Staatsanleihen in einem Portfolio, nämlich die der Diversifikation, aus. Auch wenn ich mit Staatsanleihen wenig oder keine Rendite erwirtschaften kann, so federn sie doch Verluste von Aktien oder Hochzinsanleihen in wirtschaftlich schwierigeren oder ungewisseren Zeiten ab. Das Halten von Staatsanleihen erlaubt mir, mehr von den Assets zu halten, die mir die Rendite für das Gesamtportfolio bringen sollen, wie beispielsweise die oben erwähnten Aktien oder Hochzinsanleihen. Das Ergebnis ist besser, als wenn man in der Schublade Renten verbliebe und aufgrund der Renditeerwartung lieber in Kasse ginge.

Dieser mit dem Nobelpreis ausgezeichnete Zweig der ökonomischen Forschung wird „Behavioral Finance“ genannt und bringt menschliche Psyche und Rationalität zusammen. Wir im Hause Castell haben die Ergebnisse dieser Forschungsarbeiten systematisch im Risikobudgetansatz unserer Anlagepolitik verankert. Die wissenschaftliche Erkenntnis, die dahinter steht, ist die, dass Menschen Verluste doppelt so stark empfinden wie, absolut gesehen, gleich große Gewinne. Der Mensch denkt und fühlt also asymmetrisch. Daher haben wir die Anlagepolitik unserer Fonds und der Vermögensverwaltung ebenfalls asymmetrisch ausgerichtet. Wir begrenzen Verluste in einem Kalenderjahr systematisch auf den im Risiko-/Verlustbudget vereinbarten Betrag, was zur Folge hat, dass unsere Geldanlage asymmetrisch wird. In guten Zeiten spürt man davon nichts, in schwierigen Zeiten sind wir dagegen gefordert, um die Einhaltung des Risikobudgets zu gewährleisten. So haben

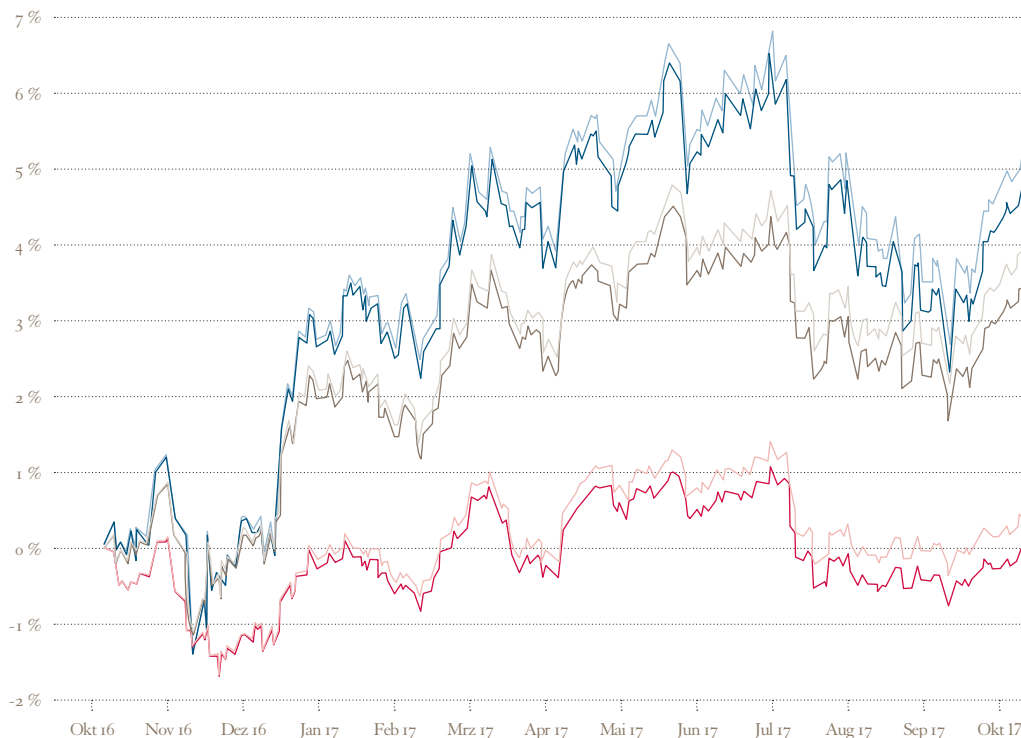
wir in der großen Korrektur von 2015 unsere Aktienquote in der defensiven Strategie auf 2 % und in der ausgewogenen Strategie auf unter 10 % gesenkt, um mit hoher Sicherheit die Überschreitung des Risikobudgets verhindern zu können. Der echte Lackmустest wird aber mit der nächsten Rezession, die hoffentlich nicht vor 2019 einsetzt, stattfinden.

Auch in der Interaktion mit unseren Kunden können wir feststellen, wie Schubladendenken kurzfristig gedanklichen Frieden für den Anleger schafft, langfristig aber große Fragen offen bleiben. Hier ein Beispiel aus unserer Realität. Ein Kunde, der bei mehreren Vermögensverwaltern Geld anlegen lässt, sagt den Beratern, dass er alle zwei bis drei Jahre den „schlechtesten“ feuert und einen neuen anheuert. Was heißt dabei für den Kunden „schlecht“? Meistens kümmert er sich wenig um wissenschaftlich angeratene Maße wie Sharpe-Ratio, Sortino-Maß und Co., die auch die Dimension Risiko mit einbeziehen, sondern nutzt einzig die Rendite als Maß. Die Spieltheorie würde daraus folgern, dass der Vermögensverwalter, der das größte Aktienrisiko geht, am längsten sein Mandat und seinen Mandanten behält. Wenn wir davon ausgehen, dass wir auch bei unserer Konkurrenz so redliche Berater vorfinden, wie ich sie aus unserem Hause kenne, so werden diese der Versuchung widerstehen, dem Kunden wider besseres Wissen ein risikoreicheres Mandat zu geben als es seiner finanziellen Situation entspricht und es im Hinblick auf seine ökonomische Erfahrung und Risikoneigung angemessen wäre. Wir gehen also davon aus, dass kein Etikettenschwindel stattfindet. In einem langen Aufschwung am Aktienmarkt, wie beispielsweise von 2008 bis heute, wird der oben dargestellte Anleger mehrmals die renditeschwächsten Vermögensverwalter hinauswerfen und neue Mitbewerber ausprobieren. Auf diese Weise schiebt er sein gesamtes Portfolio immer weiter in Richtung risikoreicher Anlagen. Erfolgt dann der 20-30-prozentige Rückschlag, wie er bei einer Rezession als typisch anzusehen ist, müsste der Anleger mit sehr großen Verlusten rechnen. Diese würden umso schwerer wiegen, weil die Wahrnehmung der Verluste doppelt so schwer wiegt, wie der reale Umfang der Gewinne, die man vorher hoffentlich vernahm hat. Mit der Art der oben beschriebenen Anreizsetzung

erreicht der Kunde nicht wirklich das, was ihm vorschwebte. Eigentlich wollte er sein hart erarbeitetes Geld keinem unwürdigen Vermögensverwalter überantworten. Auch hier offenbart sich der schwierige Balanceakt zwischen Emotionalität, die in der Geldanlage durch Gier und Angst bestimmt wird, und Rationalität, bei der es um höchstmögliche Rendite je eingegangem Risiko geht.

Mit unserer Anlagephilosophie, die sowohl den Portfoliogedanken als auch den der Risikobeschränkung abbildet, werden wir die Enttäuschungen der Anleger begrenzen und unser Leistungsversprechen erfüllen. Geldanlage ist eben kein Sprint oder Mittelstreckenrennen, sondern ein Marathon, und da kommt es darauf an seine Kräfte zu kennen und einzuteilen.

## Indexierte Wertentwicklung der Vermögensverwaltenden Fonds für die vergangenen 12 Monate (30.09.2016 – 30.09.2017)



**Aktuelle Kurse der Vermögensverwaltenden Fonds Stand: 30.09.2017**  
(Entwicklung 30.09.2016 – 30.09.2017)

- Castell VV Defensiv R  
▼ 107,16 (-0,1 %)
- Castell VV Defensiv I\*  
▲ 959,85 (0,3 %)
- Castell VV Ausgewogen R  
▲ 109,55 (3,4 %)
- Castell VV Ausgewogen I\*  
▲ 1.064,51 (3,9 %)
- Castell VV Dynamisch R  
▲ 105,51 (4,9 %)
- Castell VV Dynamisch I\*  
▲ 1.061,17 (5,3 %)

\*Mindestanlagesumme 250.000,- Euro

## Wertentwicklung (kumuliert, brutto) in %

	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	Seit Auflage	Seit Auflage p. a.
<b>Defensiv R</b>	0,1 %	-0,1 %	6,0 %	13,3 %	2,5 %
<b>Defensiv I*</b>	0,4 %	0,3 %	–	-2,3 %	-1,0 %
<b>Ausgewogen R</b>	1,5 %	3,4 %	7,4 %	18,1 %	3,3 %
<b>Ausgewogen I*</b>	1,9 %	3,9 %	8,9 %	12,5 %	3,2 %
<b>Dynamisch R</b>	2,3 %	4,9 %	–	7,0 %	5,1 %
<b>Dynamisch I*</b>	2,7 %	5,3 %	–	7,6 %	5,6 %

Darstellungen und Angaben zu Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

**Fürstlich Castell'sche Bank,**  
**Credit-Casse AG**  
Marktplatz 1  
97070 Würzburg

Telefon 0931 3083-0      info@castell-bank.de  
Telefax 0931 3083-995980      www.castell-bank.de

**Sie erhalten den monatlichen Anlagebrief kostenlos in digitaler Form per E-Mail, sobald Sie sich auf der Homepage der Fürstlich Castell'schen Bank unter [www.castell-bank.de](http://www.castell-bank.de) dazu anmelden.**



Disclaimer// Die vorstehenden Informationen sind Marketinginformationen und stellen keine Finanzanalyse i. S. d. § 34b WpHG und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) dar. Die Informationen genügen daher nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Wertpapierstammdaten und Wertpapierkurse bezieht die Bank aus öffentlichen Quellen und von Dritten, die sie für zuverlässig hält. Eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann die Bank nicht übernehmen. Die Fürstlich Castell'sche Bank übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder Verwendung dieser

Broschüre oder ihrer Inhalte entstehen. Soweit die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen Prognosen, Meinungsäußerungen oder Beurteilungen zur Marktsituation, zu Branchen, einzelnen Unternehmen oder Wertpapieren enthalten, ist eine individuelle Anlageempfehlung damit nicht verbunden. Insbesondere ersetzt diese Broschüre weder die Anlageberatung noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Etwaige Prognosen, Meinungen, Beurteilungen der Bank beruhen auf Einschätzungen der Bank zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Broschüre, die sich, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Zu einer Mitteilung von künftigen Änderungen ist die Bank nicht verpflichtet.