

Private Banker

Das Vermögensverwalter e Magazin

DIVERSIFIKATION VS. KONZENTRATION

Diversifikation – „the only free lunch“?
Konzentrationsrisiko FOMO – verpasste Rendite

VERMÖGENSVERWALTER
UNTER STRESS

PROF. DR. ESCHERICHIA COLI
ALS PORTFOLIOMANAGER



Vom Vorteil des Nichtwissens

DIVERSIFIKATION – „THE ONLY FREE LUNCH“?

Der Finanzprofessor Dirk G. Baur hat über die Frage nachgedacht, ob Diversifikation „umsonst“ ist oder doch Kosten verursacht

Eine unter Anlegern bekannte Sentenz lautet, „diversification is the only free lunch“, also das einzige Mittagmahl, das an den Finanzmärkten umsonst serviert wird. Häufig wird der Spruch Harry Markowitz, dem Begründer der modernen Portfolio-Theorie, zugeschrieben. Technisch wird der Satz meist so verstanden, dass Diversifikation das Risiko eines Portfolios reduziert ohne Kosten in Form einer verringerten Rendite. Andererseits wird unter Wirtschaftswissenschaftlern eine apodiktische Aussage von Milton Friedman kolportiert, die lautet „there is no such thing as a free lunch“ – also auch bei Diversifikation kein Gratis-Mittagessen? Wer hat nun recht? Beide Herren bekamen den (Para-)Nobelpreis für Ökonomie zugesprochen, insofern stünde es unentschieden. Gehen wir also in die Verlängerung und bemühen als spielentscheidendes Tor die grundlegende Finanz-Doktrin, dass höhere Renditen der „Lohn“ für höheres Risiko sind. Das spräche gegen „free lunch“, so dass es 2:1 für Friedman stehen würde. Wer nun aber fest daran glaubt, dass Nobelpreisträger unfehlbar sind, kann diesen Glauben nur durch den Schluss retten, dass mindestens eine der Aussagen einem der Herren fälschlicherweise zugeschrieben wird.

Der in Australien lehrende Finanzprofessor Dirk G. Baur ist diesem **Free-Lunch-Problem** nachgegangen. Baur bekundet glaubhaft, dass er (nach seinem besten Wissen) der erste Finanzwissenschaftler sei, der der Free-Lunch-Sentenz wirklich auf den Zahn gefühlt habe. Das erste Ergebnis seiner Nachforschungen ist: Er findet keinen Beleg für die Autorschaft von Markowitz. Das zweite Ergebnis: Baur hat der Sentenz nicht nur auf

INHALT

02 DIVERSIFIKATION – „THE ONLY FREE LUNCH“?

Der Finanzprofessor Dirk G. Baur hat über die Frage nachgedacht, ob Diversifikation „umsonst“ ist oder doch Kosten verursacht. Seine Antwort: Es hängt vom Wissensstand der Anleger ab.

07 FOMO: Neues Risiko für Asset-Manager durch De-Diversifikation?

Verursacht der Trend zu konzentrierteren Portfolios eine Fear Of Missing Out (FOMO), eine Angst, Rendite zu verpassen? Ergebnisse einer neuen Studie zu Portfoliokonzentration, optimaler Portfoliogröße und der Chance, Langfrist-Hochleistungsaktien zu verpassen.

09 Vermögensverwalter im Stresstest der Wirklichkeit und Möglichkeit

Im Sommer ist die diesjährige Studie der App Audit GmbH zur ökonomischen Lage unabhängiger Vermögensverwalter in Deutschland erschienen: „Asset Manager 2025. Analyse von Ertrags-, Kosten- und Vergütungsstrukturen sowie Stresstest-Auswirkungen bei unabhängigen Vermögensverwaltern“.

11 BaFin-Konsultation zu den WpIMaRisk: inwieweit ergeben sich tatsächlich Erleichterungen?

Die BaFin hat im August 2025 die Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Wertpapierinstituten („WpI MaRisk“) zur Konsultation gestellt. Das finale Regelwerk dürfte in den kommenden Monaten publiziert werden. Jürgen App gibt einen aktuellen Überblick.

13 Die schönen Töchter – verborgene Werte im Konzern

Hans Peter Schupp über Tochterunternehmen und Sparten, die leicht übersehen werden, aber manchmal besonders interessante Investmentchancen darstellen.

15 Portfolio-Optimierung nach Prof. Dr. Escherichia Coli

Neue Studien über Bacterial Foraging Optimization bei der Portfoliokonstruktion, zu Minimum Semantic Concentration-Portfolios, zum AI-Washing und zur praktischen Anwendung von Explainable AI (XAI) im Finanzbereich.

17 Firstfive – Topranking

Die besten Vermögensverwalter

den Zahn gefühlt, sondern hat ihr bei wissenden Anlegern den Weisheitszahn gezogen, bei unwissenden allerdings nicht.

Markowitz-Anleger

Markowitz unterstellt in seinem Modell, dass den Finanzteilnehmern die zukünftige Rendite (Erwartungswert der Gaußschen Renditeverteilung) und das Risiko (Standardabweichung der Gaußschen Renditeverteilung) der einzelnen Wertpapiere bekannt ist. Damit können Anleger die Assets eines Universums nach Größe der erwarteten Rendite anordnen: Zuerst die höchste Rendite, dann die zweithöchste usw.

Baur unterscheidet auf dieser Grundlage zunächst zwei Typen von Anlegern, die er später noch um einen dritten Typ erweitert: Informierte Anleger erfüllen die Markowitz-Annahme und können eine Ordnungsreihe der Renditen bilden. Nichtinformierte Anleger können dies nicht, weil sie die Renditen und Standardabweichungen nicht kennen; ihre Wertpapierselektion erfolgt nach dem Zufallsprinzip.

Baur analysiert nun das „Free-Lunch-Argument“ theoretisch und empirisch. In seiner theoretischen Analyse vereinfacht er die Argumentation auf den Modellfall von nur zwei Aktien. Dabei betrachtet er in einem ersten Schritt nur die Renditen der Aktien, in einem zweiten auch die Risiken.

Reine Renditebetrachtung

Ein Free Lunch ist ein finanzieller Vorteil für eine Leistung. Soll die „Leistung“ Diversifikation im Hinblick nur auf die Renditen (und nicht auf das Risiko) einen monetären Vorteil erbringen, sollte die Rendite eines Portfolios durch Diversifikation – also durch Hinzunahme eines weiteren Assets – steigen. Wenn sie gleich bleibt oder sinkt, erbringt die Diversifikation keinen Vorteil. Da informierte Anleger im Sinne von Markowitz die Renditen nach Größe aufreihen können, werden sie als erstes Asset für ihr Portfolio die höchste Rendite wählen, als zweites die zweithöchste usw. Damit wird die Rendite mit Diversifikation fallen. Und damit ist Diversifikation allein bei Betrachtung der Renditen für diese Anleger kein Free Lunch.



Free Lunch? Das müsste Professor Baur noch ergründen. Dem Titel des Bildes „Die Austernmahlzeit“ (*Le Déjeuner d'huîtres*) von Jean François de Troy ist zumindest zu entnehmen, dass die Herren der Runde die Assetklasse der Austern wählten. Nach dem Bild zu urteilen diversifizierten sie nicht nur unter den gustatorisch eher stärker korrelierten Austern, sondern mischten zudem auch noch ordentlich Liquidität bei. Man könnte meinen, dass der Genuss-Return mit jeder neuen Auster und jedem neuen Schluck (Diversifikation) stieg, allerdings mit abnehmendem Zuwachs. Jedoch dürfte sich das Risiko, auf volatileren Beinen den Tisch zu verlassen, gleichfalls kräftig erhöht haben.

Anders verhält es sich bei uninformierten Anlegern, die zufällig auswählen. Hier besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass sich durch Hinzufügung weiterer Assets die Portfolio-Rendite erhöht. In diesem Fall ist die Diversifikation im Hinblick nur auf die Renditen ein Free Lunch.

Der Risikoaspekt

Diversifikation soll das Risiko eines Portfolios verringern. Eine Risikoreduktion eines Portfolios kann für Anleger auf zwei Arten erfolgen. Erstens in einem trivialen Sinne durch Mischung von Assets mit unterschiedlichen Risiken, die sich rein ergibt, wenn die Korrelation = 1 ist. Eine Risikominderung dieser Art gibt es allerdings nur dann, wenn das zuerst gewählte Asset das riskantere ist; denn andernfalls erhöht sich das Portfoliorisiko. Und zweitens kann Risiko reduziert werden durch den Korrelationseffekt im Sinne von Markowitz,

der sich bei Korrelation < 1 immer ergibt und der unabhängig von der Reihenfolge der Selektion ist. In Baur's 2-Asset-Beispiel (Asset A: Rendite und Volatilität jeweils 10%, Asset B beide 5%) ergibt sich bei unterstellter Gleichgewichtung und einer angenommenen Korrelation von $k = 1$ ein Portfoliorisiko von 7,5% und eine Portfoliorendite von 7,5%. Bei Annahme einer Korrelation von 0,5 reduziert sich c.p. das Risiko auf 6,6%, während die Rendite unverändert bei 7,5% bleibt. Daher könnte man zwar sagen, dass es sich bei diesem Korrelationseffekt für $k < 1$ gegenüber $k = 1$ um einen Free Lunch handelt. Aber Anleger können, wenn sie in die Assets A und B mit der Korrelation 0,5 investieren, nur in beide Effekte zusammen investieren. Daher wird im 2-Asset-Beispiel von Baur für den informierten Anleger durch Hinzufügung von Asset B zu Asset A (d.h. Diversifikation) das Portfoliorisiko von 10% auf 6,6% reduziert und zugleich die Rendite von auf 10% auf 7,5% Prozent verringert. Und das bedeutet, dass die Risikoreduktion für einen Markowitzanleger mit einer Einbuße an Rendite verbunden und somit kein Free Lunch ist. Für nichtwissende Anleger, die zufällig selektieren, besteht hingegen die Möglichkeit für einen Free Lunch.

Effiziente Linie

Die von Markowitz konstruierte Effiziente Linie der Portfoliotheorie ist eine Kurve mit den besten Risiko-Rendite-Kombinationen. Anleger können ihr Risiko gemäß Präferenz wählen, daraus ergibt sich dann die für sie optimale Portfolio-Rendite-Kombination. Die Kurve hat auch einen Bereich, der als ineffizient bezeichnet wird. In diesem Bereich führt eine Reduktion des Risikos bzw. Diversifikation zu einer steigenden Rendite. Und das wäre ein Free Lunch. Daraus folgert Baur, dass auf ineffizienten Märkten ein Free Lunch durch Diversifikation möglich ist.

Baur kommt also auf Basis einfacher Modellüberlegungen zu dem Ergebnis, dass für informierte Markowitz-Anleger Diversifikation kein Free Lunch ist. Dass aber für uninformierte Anleger oder auf ineffizienten Märkten Diversifikation ein Free Lunch sein kann.



Warren Buffett: "diversification is protection against ignorance"

Simulation auf empirischer Datenbasis

Baur führt zudem Simulationsanalysen auf Basis der monatlichen Kurse der S&P-500-Aktien im Zeitraum 31.12.1999 bis 31.01.2022 durch, um seine Thesen empirisch zu prüfen. Er unterscheidet drei Informationskonstellationen, zwei haben wir schon angesprochen.

(1) Wissende bzw. Markowitz-Anleger, die zum Zeitpunkt ihrer Anlageentscheidung die zukünftige Renditeverteilung der S&P-500-Papiere (d.h. Erwartungswert/Rendite und Volatilität/ Risiko) bereits kennen.

(2) Unwissende Anleger, die keine Kenntnisse der Verteilungsparameter haben und daher ihre Anlagen zufällig aus dem S&P-500-Universum wählen.

(3) Halbwissende Anleger, die nur die vergangenen Renditen des S&P 500 kennen und auf dieser Basis die zukünftigen Renditen prognostizieren. Sie sind insofern nicht vollständig informiert, als sie aktuelle Fundamentaldaten, die im Prinzip verfügbare wären, nicht nutzen. Zu dieser Gruppe würden technische Anleger gehören.

Die per Simulation pro Anlegertyp durchgeführten Portfolio-Diversifikationen bestehen in der Erhöhung der Zahl der im Portfolio gleichgewichteten Vermögenswerte von 1 auf 5, 10, 20, 50, 100, 200 und 500.

3.1 Wissende Anleger

Für wissende Anleger fällt im Baur-Modell mit der Risikoreduktion per Diversifikation die Portfoliorendite. Auch die Simulation auf empirischer Datenbasis zeigt, dass die Renditen der Portfolios mit zunehmender Aktien-Anzahl im Portfolio sinken. Baur wertet das als Indiz, dass Kosten der Diversifikation entstehen und ein Free Lunch für informierte Markowitz-Anleger nicht möglich ist.

Die Simulationen zeigen zudem, dass zunächst die Sharpe Ratio bis zu einer Größe von 50 Aktien steigt, um dann wieder zu fallen. Baur wertet das als Indiz dafür, dass die optimale Portfoliogröße bei etwa 50 Aktien liegt (mit monatlichem Rebalancing sind es weniger). Zugleich beobachtet Baur, dass Diversifikation nicht so symmetrisch wirkt, wie eine Normalverteilung erwarten lässt, denn das Aufwärtsrisiko (Wahrscheinlichkeit von sehr hohen Kursen) nimmt stärker ab als das Abwärtsrisiko (Wahrscheinlichkeit von sehr tiefen Kursen).

3.2 Unwissende Anleger

Im anderen Extremfall, der Unwissenheit der Anleger, erfolgt die Aktien-Selektion per Zufall. Die Simulationen auf S&P500 Basis zeigen, dass die Durchschnittsrenditen über alle erstellten Portfolios hinweg stabil sind und das Risiko mit zunehmender Aktienanzahl im Portfolio abnimmt. Das deutet Baur als Beleg seiner These, dass nichtwissende Anleger durch Diversifikation das Portfoliorisiko ohne Einbußen der Rendite reduzieren können: Diversifikation ist unter diesen Bedingungen also ein Free Lunch.

3.3 Halbwissende Anleger

Die Renditen in den Portfolios der halbwissenden Anleger gingen mit geringerem Risiko ebenfalls zurück, sie waren aber höher als bei unwissenden Anlegern, jedoch geringer als bei Markowitzanlegern.

Baur schließt daraus, dass Mehrwissen über das Nichtwissen (Zufall) hinaus dazu führt, dass Diversifikation kein Free Lunch ist.

Schlussbemerkungen

Baur findet erstens keinen Beleg, dass die Sentenz „diversification is the only free lunch“ von Markowitz ist, zumal sie dessen Modell widerspricht.

Baur findet zweitens theoretisch und auf Basis einer Simulation anhand realer Daten, dass Diversifikation für informierte Anleger bzw. Markowitz-Anleger kein Free Lunch sei. Diversifikation sei nur für völlig uninformierte Anleger, die per Zufall auswählen, ein Free Lunch oder auf ineffizienten Märkten. Das stehe, so Baur, im Einklang mit Warren Buffetts These, dass „Diversifikation vor Unwissenheit“ schütze („diversification is protection against ignorance“).

Baur neigt zu der Annahme, umfassendes Wissen mache Diversifikation in der Tendenz überflüssig. Baur glaubt, das könne auch erklären, warum viele Milliardäre – die hohe Kompetenz für die Vermögensverwaltung „einkaufen“ können – relativ konzentriertes Vermögen bzw. wenig diversifizierte Portfolios besitzen.

Die Frage stellt sich allerdings, inwieweit die hochgradig stilisierten, extrem vereinfachten, auf ein ganz bestimmtes Problem und Beweisziel zugeschnittenen Modell-Annahmen von Markowitz sich eignen, um relativ unvermittelt die Ergebnisse einer Simulation mit empirischen Aktienmarkt-Daten zu interpretieren.

Diese Frage stellt sich auch deshalb, weil wir in einem weiteren Artikel in dieser Ausgabe („FOMO: Neues Risiko für Asset-Manager durch De-Diversifizierung?“) gleichfalls eine akademische Studie vorstellen, die eine Aktienmarktsimulation für den Bereich der Institutionellen Investoren durchführt. Für Profis wird dabei zum Problem, dass sie die Spitzen-Renditen nicht identifizieren können, d.h. auch, keine Ordnungsrelation der Größe nach herstellen können. Die Studie thematisiert ein Profi-Problem, das in Bours Modell vor allem unwissende oder auch halbwissende Anleger haben, Markowitz-Anleger jedoch definitionsgemäß nicht.

Stefan Schmitt

Geschäftsführer, CEO

**MODERNES
HAFTUNGSDACH**

FÜR PRIVATE BANKER,
VERMÖGENSVERWALTER
UND FAMILY OFFICES.

inno-haftungsdach.de



Direkt zur Website

Konzentrationsrisiken

FOMO: NEUES RISIKO FÜR ASSET-MANAGER DURCH DE-DIVERSIFIZIERUNG?

Verursacht der Trend zu konzentrierteren Portfolios eine Fear Of Missing Out (FOMO), eine Angst, Rendite zu verpassen? Ergebnisse einer neuen Studie zu Portfoliokonzentration, optimaler Portfoliogröße und der Chance, Langfrist-Hochleistungsaktien zu verpassen.

Pensionsfonds und Versicherungen zählten lange zu den Anlegern mit den am breitesten diversifizierten Portfolios und der größten Titellzahl. Seit geraumer Zeit hat sich jedoch nach Auskunft von Experten ein Gegentrend entwickelt: Institutionelle Anleger stellen vermehrt kleinere, konzentrierte Portfolios zusammen. Auch in diversifizierten Portfolios hat sich die Zahl der Aktien reduziert, sie liegt nicht mehr im vierstelligen oder oberen dreistelligen Bereich, sondern häufig nur noch im unteren dreistelligen oder oberen zweistelligen Bereich. Eine Studie zu 14.000 internationalen Aktienfonds im Zeitraum von 2001 bis 2014 kam auf einen Durchschnittswert von nur 86 Titeln pro Fonds.

Der niederländische Finanzprofessor Mathijs van Dijk ist zusammen mit Andreas Brøgger und Joren Koëter in einer unlängst veröffentlichten Untersuchung den Ursachen und insbesondere einigen Folgen dieses Trends der **Portfolio-Verschlankung** nachgegangen.

Einen wichtigen Treiber sehen die Wissenschaftler im Nachhaltigkeitstrend großer institutioneller Anleger. Zum einen sorgen Ausschlüsse ganzer Sektoren für eine mehr oder weniger starke Konzentration. Zum anderen würden regulatorische Pflichten, Transparenzanforderungen, Reputationsrisiken und das ESG-Risikomanagement generell den Arbeitsaufwand pro Aktie massiv erhöhen. Das sei für Portfolios mit sehr vielen Aktien eine immer größere Herausforderung oder schlicht nicht mehr praktikabel. Asset Manager reagierten darauf mit der Reduzierung der Zahl der Titel in ihren Aktienportfolios.

Damit stellen sich zwei Fragen auch für große Institutionelle Investoren: Erstens: Kann man ein gut diversifiziertes Portfolio auch mit deutlich weniger Aktien bauen? Zweitens: Folgen aus der Verschlan-

kungsrisiken? Die drei niederländischen Finanzmarktforscher geben Antworten auf beide Fragen mit Hilfe von Simulationen zur Portfolioperformance.

Simulation mit empirischen Daten

Dijk und Kollegen legen ihren Simulationen mit historischen Daten (Backtests) einen globalen Datensatz mit 87.266 Aktien aus 47 Ländern für den Zeitraum von Januar 1985 bis Dezember 2023 zugrunde. Die Titelselektion erfolgt durch monatliche Zufallsauswahl zur Bildung von Portfolios unterschiedlicher Größe (Aktienzahl $n = 10, 50, 100, 250, 500, 750, 1000, 1500$). Durchgespielt werden verschiedene Gewichtungsregeln und Aktienstrategien (plus ESG), u.a. diverse Faktorstrategien, so dass die Zufallsauswahl abhängig ist von unterschiedlichen Rahmenbedingungen, die in den Backtests variiert wurden.

Diversifikation und optimale Portfoliogröße

Wie groß sollte die Zahl der Aktien sein, die für ein optimal diversifiziertes Portfolio erforderlich ist? Den Studienautoren zufolge wird diese Frage auch heute noch oft mit dem Ergebnis einer empirischen Studie von Statman aus dem Jahr 1987 beantwortet, wonach 30 bis 40 Aktien ausreichen, um das idiosynkratische Risiko weg zu diversifizieren. Die Statman-Studie sei jedoch in vielerlei Hinsicht veraltet und mit Schwächen behaftet, so dass man sie heute nicht mehr ungeprüft als gültige Aussage übernehmen könne. Daher beantworten die drei Finanzwissenschaftler die Frage auf Basis der eigenen Datenbasis. Ihre Simulationen mit globalen Portfolios zeigen, dass merkliche (aber abnehmende) Diversifikationsgewinne noch bei bis zu über 100 Aktien zu beobachten sind; erst bei etwa 750 Titeln war eine Zunahme praktisch nicht mehr erkennbar.

Konzentrationsrisiko

Zum Problem einer hohen Portfolio-Konzentration referieren Dijk, Brøgger und Koëter zunächst Studienergebnisse von Bessmbinder und Kollegen, die besagen, dass langfristig nur 2 bis 4 Prozent der Aktien eines breiteren Portfolios eine Aktienprämie über dem risikofreien Zinssatz liefern würden. Im Zeitraum zwischen 1926 und 2016 hätten lediglich fünf Unternehmen (Exxon Mobile, Apple, Microsoft, General Electric, IBM) rund 10 Prozent der gesamten Vermögensbildung am US-Aktienmarkt generiert. Dijk und seine Mitarbeiter vermuten Ähnliches im Hinblick auf die „Glorreichen Sieben“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA, Tesla) im letzten Jahrzehnt. Sollte dies zutreffen, könnten konzentrierte Portfolios nicht nur ein höheres Risiko aufweisen, sondern zudem auch eine niedrigere Rendite abwerfen, weil sie das relativ schmale Segment wirklich performancestarker Aktien verpassen.

Die Simulationsuntersuchungen bestätigen die Bessembinder-These: Auch Dijk und Kollegen finden, dass nur ein sehr kleiner Prozentsatz der Aktien zur Aktienprämie beiträgt. Nur 30 Aktien (0,03 Prozent der Aktien des Datensatzes) generierten 25 Prozent des globalen Vermögenszuwachses an den Aktienmärkten über einen Zeitraum von 40 Jahren. 162 Aktien (oder 0,19 % aller Aktien) generierten 50 Prozent und 1.871 Aktien (2,1 % aller Aktien) den gesamten Vermögensaufbau. Die Aktie mit dem größten Beitrag war Apple (3,8%), gefolgt von Microsoft (3,2%), Amazon (1,5%), Nvidia (1,2%), Alphabet (0,9%) und Exxon Mobile (0,86%).

Fear of Missing Out (FOMO)

Die Studienautoren schließen aus der extremen Schiefe der Verteilung der langfristigen Renditen von Aktien, dass auch Profianleger mit konzentrierten Portfolios die Aktien mit der besten Wertentwicklung – und damit einen wichtigen Teil der Aktienprämie – leicht verpassen können. Das impliziert die Möglichkeit des Bedauerns, im Vorfeld keine besseren Entscheidungen getroffen zu haben. Die aus dem Zusammenspiel von Portfolio-Konzentration und dünner Hochleis-

tungsklasse bei Aktien resultierende FOMO sollte, so die niederländischen Finanzwissenschaftler, als eigenständiges Risiko betrachtet werden. Das FOMO-Risiko lasse sich technisch als die Wahrscheinlichkeit definieren, mit einem konzentrierten Portfolio den kleinen Teil der Aktien mit der besten Langfristperformance zu verpassen. Für konzentrierte Portfolios war den Simulationen zufolge das FOMO-Risiko über alle Spezifikationen beachtlich. Bei einem Portfolio mit 100 Aktien betrug die Renditedifferenz zwischen einer „glücklichen“ und einer „unglücklichen Auswahl“ rund 3,5 Prozent pro Jahr, was zu enormen Renditedifferenzen über lange Anlagehorizonte führt.

Schluss

Zwei wichtige Hauptergebnisse der Studie zum Trend einer zunehmenden Portfoliokonzentration im Bereich der institutionellen Investoren sind: Erstens benötigt man mehr als 100 Aktien, um idiosynkratische Risiken hinreichend weg zu diversifizieren, was deutlich über den bisher vermuteten 30 bis 40 Titeln liegt. Zweitens entsteht in konzentrierten Portfolios aufgrund des schmalen Segments langfristig herausragend performender Aktien das FOMO-Risiko, dieses Segment nicht im Portfolio zu haben.

Am Schluss noch zwei vergleichende Anmerkungen zur Studie von Baur (in dieser Ausgabe: Diversifikation – „the only free lunch“?).

In den Simulationen oben erfolgt die Aktienauswahl zufällig, obwohl die am besten informierten Profianleger den Hintergrund bilden. Bei Baur ist Zufallswahl die Strategie der nichtwissenden Anleger. Allerdings ist der Zufall in der Studie von Dijk und Kollegen abhängig von strategischen bzw. gewichtenden Randbedingungen, die variiert werden. Solch ein Rahmen steht jeweils für eine Überzeugung, die auf elaboriertem Wissen beruht (Factor Investing usw.). Deshalb hat hier Zufall eine andere Bedeutung als im Modell von Baur.

Baur liebäugelt mit konzentrierten Portfolios, weil maximal informierte Anleger der Sorte Markowitz die erwarteten Renditen und deren Streuung (Risiko) kennen. Unter dieser Modell-Annahme kann das FOMO-Problem gar nicht entstehen.

Asset Manager 2025

VERMÖGENSVERWALTER IM STRESSTEST DER WIRKLICHKEIT UND MÖGLICHKEIT

Im Sommer ist die diesjährige Studie der App Audit GmbH zur ökonomischen Lage unabhängiger Vermögensverwalter in Deutschland: „Asset Manager 2025. Analyse von Ertrags-, Kosten- und Vergütungsstrukturen sowie Stresstest-Auswirkungen bei unabhängigen Vermögensverwaltern“ erschienen.

Unabhängige Vermögensverwalter in Deutschland sind mit einer Vielzahl von „Herausforderungen“ konfrontiert. Die können – um stellvertretend nur 3 zu nennen – von den Überraschungen an den Weltfinanzmärkten über die Digitalisierung des eigenen Hauses bis zur Suche nach geeigneten Fachkräften reichen und sich gegebenenfalls zum realen Stresstest auswachsen.

Letztlich schlägt sich die Bewältigung dieser Aufgaben auch in den Kenngrößen der ökonomischen Lage nieder, die die App Audit GmbH 2025 zum 11. Mal erhoben hat, um ein aktuelles Bild der wirtschaftlichen Situation der Vermögensverwalter in Deutschland zu gewinnen. Untersucht wurden u.a. Provisionsergebnis (auch pro Kopf), Cost Income Ratio und Jahresüberschuss.

Die Studie erfasst die auf Basis der jüngsten verfügbaren Jahresabschlüsse (überwiegend Geschäftsjahr 2023) nach Provisionsergebnis größten unabhängigen Vermögensverwaltungen in Deutschland. Insgesamt präsentieren die Studienautoren die Daten

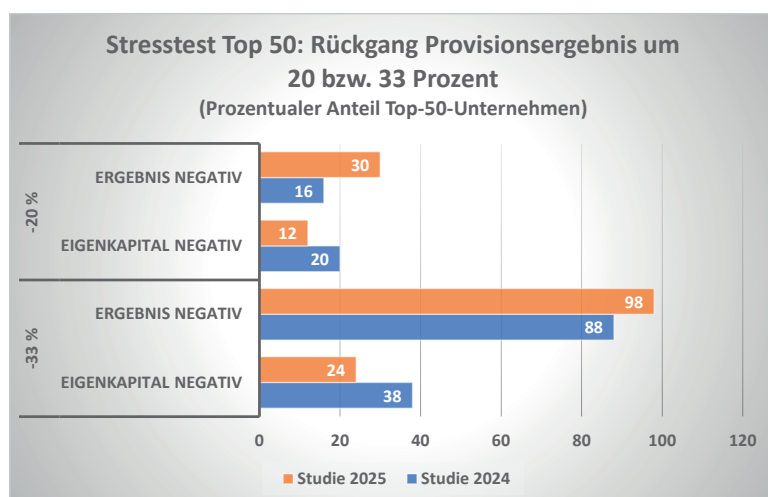
von 53 unabhängigen Vermögensverwaltungen, wobei die drei Top-3 (gemäß Grenzziehung: mehr als 100 Beschäftigten und mehr als 100 Mio. EUR Provisionsergebnis) getrennt von den folgenden Top-50 (unter dieser Schwelle) abgehandelt werden.

Die Top-3-Unternehmen 2025 sind: Flossbach von Storch AG, Fisher Investments GmbH und DJE Kapital AG. Die ersten drei Positionen der (nächsten) Top 50 sind: 1) Hartz, Regehr & Partner; 2) HRK LUNIS VM; 3) VM Vermögens-Management. Die im Folgenden referierten Ergebnisse beziehen sich auf diese Top 50 Vermögensverwaltungen.

Provisionsergebnis

Die Ertragslage der Vermögensverwaltungen anhand der Provisionsergebnisse zeigte eine weiterhin große Bandbreite bei den Top 50 für das Betrachtungsjahr, die von 24,2 Mio. EUR bis 3,6 Mio. EUR reichte. Sie hat sich im Vergleich zum Vorjahr nur wenig verändert (26,2 Mio. EUR bis 2,9 Mio EUR).

Das Provisionsergebnis pro Mitarbeiter ermöglicht einen weiteren Einblick in die Leistungsfähigkeit der erfassten Unternehmen. Zur Deutung dieser Kenngrößen sind auch Bedingungen bzw. Erklärungsfaktoren zu beachten, denen die einzelnen Vermögensverwaltungen unterschiedlich ausgesetzt sind. Ein hoher Wert des Provisionsertrages pro Kopf kann sich für ein Unternehmen etwa aus hohen Skaleneffekten im Fondsgeschäft ergeben; ebenso kann die Auslagerung von Tätigkeiten auf andere



Dienstleister dieses Pro-Kopf-Ergebnis nach oben treiben. Dies wie auch unterschiedliche Geschäftsmodelle und Effizienzen erklären dann auch insbesondere die starke Streuung des Provisionsergebnisses pro Mitarbeiter: Die Bandbreite reichte im Berichtszeitraum von rund 130 TEUR bis über 1.000 TEUR, wobei der Durchschnitt von rund 325 TEUR gegenüber dem Vorjahr (TEUR 326) fast unverändert blieb. Der Medianwert lag mit 256 TEUR deutlich tiefer (Vj.: 286 TEUR). Insgesamt, so resümieren die Studienautoren, habe die Branche im Großen und Ganzen die Effizienz auf Mitarbeiterebene auf dem Niveau des Vorjahr halten können.

Cost-Income Ratio

Die Cost-Income-Relation (CIR) misst die Verwaltungsaufwendungen im Verhältnis zum Provisionsergebnis. Verwaltungsaufwendungen wiederum setzten sich aus Personalaufwendungen und Sachaufwendungen zusammen und sind die größten Kostentreiber in der Vermögensverwaltung. Die CIR ist daher ein wichtiger Indikator für die Effizienz und Kostenstruktur von Vermögensverwaltungen.

Die CIR wies für das Berichtsjahr durchschnittlich einen vergleichsweise hohen Wert von rund 79 Prozent (Vj. 75%) auf, wobei der Minimalwert bei 18 Prozent (Vj.: 18%) lag, aber auch, wie im Vorjahr, Werte von über 100 Prozent aufgrund von Sondersituationen erreicht wurden. Der Median-Wert lag mit 78 Prozent nahe am Mittelwert. Zum hohen Mittelwert trugen insbesondere auch hohe bzw. gestiegene Personalaufwendungen bei inhabergeführten Unternehmen bei. Im Durchschnitt hat sich die CIR damit gegenüber dem Vorjahr etwas erhöht, was neben gestiegenen Aufwendungen teilweise auf geringere Erträge zurückgeführt werden kann. Eine systematisch von der Größe der Unternehmen abhängige Tendenz sei allerdings nicht zu erkennen.

Jahresüberschuss

Die Studienautoren untersuchten auch die Entwicklung der Jahresergebnisse nicht nur gegenüber dem Vorjahr, sondern auch im Mehrjahresvergleich.

Im Berichtsjahr lag der durchschnittliche Jahresüberschuss mit 455 TEUR unter dem Wert des Vorjahres (Vj.: TEUR 1.021) wie auch der vergange-

nen Jahre. Gründe für diesen Rückgang des Durchschnittswerts sehen die Studienautoren u.a. in den erhöhten Aufwendungen durch Ressourcen-aufstockung. Allerdings war der Jahresüberschuss bei 26 Vermögensverwaltungen niedriger als im Vorjahr, bei fast ebenso vielen höher.

Im 5-Jahresvergleich von 2019 bis 2023 veränderten sich die Jahresergebnisse sowohl nach oben wie nach unten teilweise kräftig – wobei die Studienautoren auf Basis- und Sondereffekte bzw. Gestaltungsmaßnahmen hinweisen, die sich in den Überschüssen niederschlagen können.

Stressszenarien

App-Audit führtet auch 2025 eine Simulation mit verschiedenen Stressszenarien durch, die sich aus dem Rückgang des Provisionsergebnisses – in Szenario 1 um 20, in Szenario 2 um 33 Prozent – ergeben. Ein solcher Ertragsschocks kann im äußersten Fall dazu führen, dass die regulatorisch erforderliche Eigenkapitalquote von mindestens 25 Prozent der Gemeinkosten (Eigenmittelrelation) unterschritten wird.

Szenario 1: Provisionsergebnis mindert sich um 20 Prozent

In diesem Fall würden 15 Unternehmen der Top-50-Unternehmen ein negatives Jahresergebnis erzielen – wobei empirisch im Berichtsjahr bereits 13 Unternehmen einen negativen Wert verzeichneten.

Das bilanzielle Eigenkapital würde bei 6 Vermögensverwaltungen im Minusbereich liegen.

Szenario 2: Provisionsergebnis mindert sich um 33 Prozent

In diesem Fall würden fast alle Unternehmen – 49 der Top 50 – ein negatives Jahresergebnis erzielen. Die Autoren schreiben: „Dieses Szenario verdeutlicht die hohe Abhängigkeit der Branche von stabilen Provisionserträgen und die Verwundbarkeit bei deutlichen Marktrückgängen.“

Im Hinblick auf das Eigenkapital würden 12 der betrachteten Unternehmen in den Minusbereich rutschen.

[Link zur Anforderung der Studie „Asset Manager 2025“](#)

Mindestanforderungen Risikomanagement

BAFIN-KONSULTATION ZU DEN WPIMARISK: INWIEWEIT ERGEBEN SICH TATSÄCHLICH ERLEICHTERUNGEN?

Von Jürgen App

Überblick

Die BaFin hat im August 2025 die seit längerem angekündigten Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Wertpapierinstituten (“WpI MaRisk”) zur Konsultation gestellt. Diese Konsultation ist am 19. September 2025 ausgelaufen. Das finale Regelwerk dürfte in den kommenden Monaten publiziert werden.

Der rein textliche Umfang der WpI MaRisk ist im Vergleich zu den bisher für Wertpapierinstitute sinngemäß anzuwendenden Banken-MaRisk signifikant reduziert. Wesentliche Inhalte sowie eine Einschätzung zu den geweckten Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Erleichterungen werden im Folgenden zusammengefasst.

Proportionalität und deren subjektive Wahrnehmung

Die Anforderungen gelten unter erklärter Anwendung des Grundsatzes der sog. „Doppelten Proportionalität“. „Proportionalität“ bedeutet zunächst, dass



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

bei kleineren Instituten je nach Größe einfachere Verfahren akzeptiert werden als bei größeren. „Doppelte Proportionalität“ bedeutet, dass zusätzlich neben der Größe auch eine Berücksichtigung der Risiken bzw. des Risikoprofils aus dem Geschäft des Wertpapierinstituts erfolgt. Dies klingt zunächst sehr gut für die kleineren Institute.

Der Haken für die Institute ist allerdings, dass über die anwendbare sachgerechte und angemessene Proportionalität im Ernstfall der (jährlich vorzunehmenden) aufsichtsrechtlichen Überprüfung nicht

die Institute, sondern ein externer Prüfer oder direkt die Aufsicht entscheidet. In der Praxis ergeben sich hierbei nach langjähriger Erfahrung des Autors teils gravierende Unterschiede in den Sichtweisen. Diese sind bei einer realistischen Einschätzung des Hintergrunds der jeweiligen Akteure jedoch oft gut prognostizierbar.

Das grundlegende Problem der Proportionalität besteht daher im Fehlen einer einheitlichen Interpre-

Aspekt	Kleine Wpl	Mittlere Wpl
Risikotragfähigkeit	Kapitalbedarfsplanung Qualitative Risikobewertungen keine formalen Stresstest	Kapitalbedarfsplanung Quantitative Risikobewertungen regelmäßige Stresstest
Liquiditätsrisiken	Vereinfachte Verfahren ausreichend	Limite, Stress- und Notfallbetrachtungen zwingend
Risiko ungeordnete Abwicklung	nur in der Tiefe wie erforderlich, um festzustellen, ob relevantes Risiko	detaillierte Risikoanalyse erforderlich
Interne Funktionen	Funktionsbündelung in Geschäftsleitung möglich Interne Revision entfällt unter bestimmten weiteren Voraussetzungen bei ≤10 Mitarbeitern	Generell strengere Funktionstrennung Interne Revision erforderlich

tation der aufsichtlichen Anforderungen bei einem gegebenen überschaubaren Geschäfts- bzw. Risikoprofil.

Wesentliche Regelungen für Kleine und Mittlere Wpl

Die nachfolgende Übersicht gibt zunächst einen Überblick über wesentliche Unterschiede in den Anforderungen für Kleine und Mittlere Wertpapierinstitute:

Hinsichtlich der Risikosteuerung und -messung orientiert sich die Kategorisierung der Hauptrisikokarten künftig stärker an den EU-weiten Regelungen durch die IFR. Es werden nun vorrangig Risiken mit Bezug auf Kunden, Markt, Institut, Sonstige Risiken und Liquiditätsrisiken unterschieden. Operationelle Risiken sind jeweils innerhalb der vorgenannten Risiken zu berücksichtigen. In der alten Welt der Banken-MaRisk waren die Risiken vorrangig nach Adressenausfallrisiken, Marktpreisrisiken, Liquiditätsrisiken sowie operationellen Risiken zu betrachten.

Zahlreiche vermeintliche Erleichterungen für Kleine Wertpapierinstitute stellen sich bei näherer Analyse jedoch als keine Erleichterungen dar bzw. können sich nur bei akzeptierter Anwendung des Grundsatzes der Proportionalität materialisieren. Nachfolgend einige Beispiele:

- **Stresstests:** Die Anforderungen an Stresstests gelten in ihrer Gesamtheit lediglich für Mittlere Wertpapierinstitute. aber: Für Kleine Wertpapierinstitute ist die Betrachtung eines adversen Szenarios im Rahmen der Kapitalplanung vorzunehmen; dies verlangt einen Prozess bezüglich Planung und Deckung des zukünftigen Kapitalbedarfs. Möglichen adversen Entwicklungen, die von den Erwartungen abweichen, ist dabei angemessene Rechnung zu tragen.
- **Interne Revision:** Bei sehr kleinen Unternehmen entfallen die Anforderungen an die Interne Revision. Die Definition der „sehr kleinen Unternehmen“ ist dann im Weiteren so konkretisiert, dass wiederum doch viele sehr kleine Unternehmen diese Erleichterung nicht in Anspruch nehmen können, da sie z.B. das EU-Passporting nutzen, vertraglich gebundene Agenten angebunden haben oder bestimmte Produktbesonderheiten aufweisen
- **Planung bezüglich ungeordneter Abwicklung:** Das Risiko einer ungeordneten Abwicklung ist für

Mittlere Institute zwingend zu betrachten. Für Kleine Wertpapierinstitute bestehen diesbezügliche Anforderungen dann, wenn das Risiko „relevant“ ist. Nach den hierzu gegebenen Erläuterungen haben Kleine Wertpapierinstitute „Betrachtungen in der Tiefe durchzuführen, wie es unter Berücksichtigung des eigenen Geschäftsmodells erforderlich ist, um festzustellen, ob es sich um ein relevantes Risiko handelt.“

Daneben bestehen auch zumindest auf den ersten Blick kuriose neue Anforderungen. So hat das Wertpapierinstitut zu prüfen, „ob durch den Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung eine Minderung der Risiken gegenüber Kunden möglich ist“. Fraglich ist hier aus Sicht des Autors, in welchen Fällen dies nicht möglich ist oder ob hier tiefergehende versicherungstechnische Kalkulationen erwartet werden.

Fazit

Das neue Regelwerk der WpI MaRisk weist vordergründig verschiedene Erleichterungen besonders für Kleine Wertpapierinstitute auf. Bei näherer Analyse relativieren sich diese jedoch häufig stark. Vereinzelt werden auch neue Anforderungen postuliert.

Knackpunkt ist am Ende, wie der Aspekt der Anwendung der Proportionalität durch das jeweilige Institut in aufsichtsrechtlicher Hinsicht beurteilt wird. Die Wertpapierinstitute sind hierbei faktisch den Prüfern ausgeliefert. Nach Erfahrung des Autors aus Beratungsprojekten werden die Anforderungen von Prüfern teilweise restriktiver ausgelegt als von der Aufsicht selbst. Zu beobachten ist aber auch, dass die Aufsicht häufig den einmal getroffenen Einschätzungen der Prüfer folgt.

Zentral ist somit bei vielen durch die Proportionalität eröffneten Erleichterungen der WpI MaRisk, inwieweit das Geschäftsmodell eines Instituts bei Prüfungen unter Risikoaspekten sachgerecht eingeschätzt werden kann. Dies dürfte nur bei Beurteilenden, die sich häufig mit Geschäftsmodellen Kleiner und Mittlerer Wertpapierinstitute auseinandersetzen, zielsicher möglich sein. Es lässt sich abschließend zusammenfassen, dass die Auswahl eines mit den entsprechenden Geschäftsmodellen vertrauten Prüfers einen hohen Beitrag dazu leistet, dem Geist der WpI MaRisk in Sachen Proportionalität gut gerecht zu werden.

Besondere Investmentgelegenheiten

DIE SCHÖNEN TÖCHTER – VERBORGENE WERTE IM KONZERN

Von Hans Peter Schupp

Manchmal blicken Investoren so gebannt auf das Kerngeschäft eines Unternehmens, dass sie die stillen Schätze, die Töchter, gar nicht bemerken oder in ihrer Analyse unberücksichtigt lassen. Dann ergeben sich manchmal besonders interessante Investmentgelegenheiten. Im Idealfall sind die Töchter mehr wert als der gesamte Konzern - und das Kerngeschäft gibt es quasi als Mitgift obendrauf.

Wir haben solche Chancen schon früher anhand der Beispiele von Salzgitter (ISIN: DE0006202005) und Eni (ISIN: IT0003132476) beschrieben. Nun haben wir ein weiteres, besonders augenfälliges Beispiel entdeckt: Quadient (ISIN: FR0000120560), vormals Neopost.

Ein alter, unspektakulärer Kern...

Das Stammgeschäft des französischen Unternehmens sind Frankiermaschinen. Darin große Wachstumsfantasie zu vermuten, ist natürlich in etwa so realistisch, wie nach der Erfindung des Automobils auf eine Expansion der Kutschenbauer zu hoffen. Aber es ist eben auch kein Geschäft, das sich über Nacht in Luft auflöst.

Die Geräte – meist kleine Maschinen – werden für 20 bis 30 Euro im Monat verleast. Läuft der Vertrag aus, wird er meist schlicht verlängert. Die Beträge sind einfach zu klein, das Einsparpotenzial für die Kunden vernachlässigbar.

So kommt es, dass Quadient im Jahr 2024, also drei Jahrzehnte nach der allgemeinen Verbreitung der E-Mail, mit seinen Frankiermaschinen noch immer 730 Millionen Euro Umsatz machte und dabei immerhin 200 Millionen Euro EBITDA verdiente.

... wird ergänzt durch neue, attraktive Geschäftsfelder

Wohlwissend, dass Frankiermaschinen kein Zu-



Hans Peter Schupp ist Vorstand der Fidecum AG und Portfoliomanager des Contrarian Value Euroland Fonds (ISIN: LU0370217092)

kunftsmarkt sind, hat Quadient schon vor über zehn Jahren begonnen, sein Geschäft zu diversifizieren.

Zum einen betreibt das Unternehmen heute rund 25.000 Paketstationen in Frankreich, Großbritannien und Japan – ein attraktives Geschäftsfeld, das 2024 immerhin den EBITDA-Breakeven erreichte und im ersten Halbjahr 2025 profitabel war. 2026 soll dort dann eine EBITDA-Marge von mehr als zehn Prozent erzielt werden.

Zu einer noch viel wertvolleren Tochter hat sich die Sparte Digital entwickelt. Sie bietet Unternehmen Werkzeuge an, mit deren Hilfe sich die oftmals veraltete Kundenkommunikation schnell in die

digitale Gegenwart holen lässt. Rechnungen, Briefe und Dokumente werden nicht länger nur auf Papier verschickt, sondern digital verfügbar gemacht – über E-Mail, Webportale oder Apps. Die neue Pflicht zur E-Rechnung wirkt hier wie ein zusätzlicher Wachstumsschub.

Wie begehrt dieses Feld heute ist, zeigte sich Anfang August, als die Private-Equity-Gesellschaft Cinven, den Wettbewerber Smart Communications übernahm. Natürlich „zu nicht genannten Konditionen“. Der Nachrichtendienst Bloomberg kolportierte dennoch eine Zahl: 1,8 Milliarden US-Dollar. Wofür? Versteckt hinter dem diskreten Namen Platinum Topco (UK Company number: 10340885) veröffentlicht das Unternehmen seinen Konzernabschluss. Dieser zeigt, dass Cinven den stolzen Preis für 51 Millionen US-Dollar EBITDA im Jahr 2024 bezahlt hat.

Zum Vergleich: Quadient verdiente mit seiner Digitalsparte im letzten Jahr 47 Millionen Euro, rund 55 Millionen US-Dollar. Die Quadient-Tochter liegt also praktisch gleichauf mit dem Wettbewerber.

Die Bewertung von Quadient

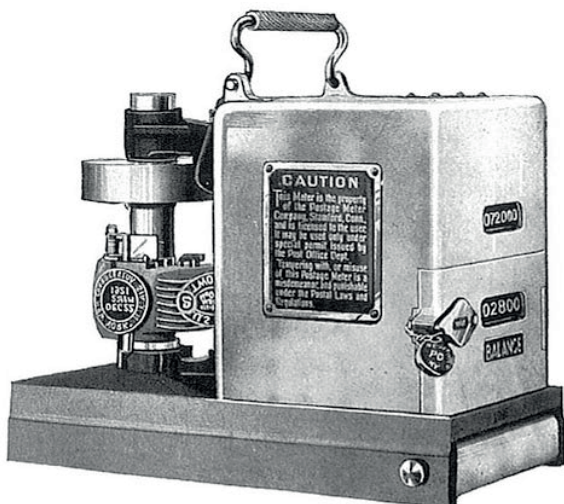
Wir haben nachgerechnet: Der gesamte Quadient-Konzern wird an der Börse derzeit mit 1,26 Milliarden Euro bewertet (um diesen Wert zu ermitteln, haben wir zur Marktkapitalisierung von 550 Millionen Euro die Nettoverschuldung von 710 Millionen

Euro addiert). Das sind knapp 1,5 Milliarden US-Dollar, also 300 Millionen Dollar weniger, als Cinven allein für Smart Communications bezahlt hat.

Der eine oder andere mag vermuten, dass die Private-Equity-Gesellschaft viel zu viel bezahlt hat. Aber unserer Erfahrung nach wissen diese Manager genau, was sie tun. Fakt ist, dass wir als Aktieninvestoren heute ein vergleichbares Digitalgeschäft viel günstiger kaufen können und dazu nicht nur 25.000 profitable Packstationen bekommen, sondern auch unzählige Frankiermaschinen, die 2030 nach Erwartungen des Unternehmens immer noch 600 Millionen profitablen Umsatz machen sollen.

Unser Investment-Ansatz

Seit 25 Jahren bleibt unser Contrarian Value Euroland Fonds (ISIN: LU0370217092) seiner Philosophie treu. Wir investieren in unterbewertete europäische Unternehmen mit solidem Geschäftsmodell und Potenzial. Dabei denken wir wie Unternehmer, die eine ganze Firma kaufen – und stellen uns, wenn nötig, gegen den Markt.



Eine der ältesten Frankiermaschinen ist das am 1. September 1920 in Dienst gestellte „Model M“ des im gleichen Jahr gegründeten US-Unternehmens Pitney Bowes. Im Jahr 1986 kürte die American Society of Mechanical Engineers das Model M zu einem Meilenstein der internationalen Geschichte des Maschinenbaus.

Erst 1924 erfolgte die Gründung der französischen Frankiermaschinen-Herstellerin Société des Machines Havas, aus der später Quadient hervorging. Seither hat sich das Leistungsportfolio der in Bagneux sitzenden Quadient S.A. stark diversifiziert und der technologischen Entwicklung entsprechend angepasst. Auch Frankiermaschinen haben sich im Laufe der Zeit verändert, aber innen weit stärker als außen.

Erkenntnisse

PORTFOLIO-OPTIMIERUNG NACH PROF. DR. ESCHERICHIA COLI

KÜNSTLICHE INTELLIGENZ (KI) SIMULIEREN, „NATÜRLICHE“ INTELLIGENZ (NI) PRAKTIZIEREN

AUTOR: Joseph Simonian, CFA Institute

ZUSAMMENFASSUNG: KI als Schein, während NI das Sein bestimmt, ist ein jüngerer Phänomen, das vermehrt auch bei Finanzprodukten unangenehm auffällt. Joseph Simonian ist dem Phänomen des AI Washing nachgegangen. In der Einleitung heißt es: „Unternehmen, die Finanzprodukte verkaufen, sollten dieselben Transparenzstandards einhalten, die Stakeholder auch für andere Produktarten fordern. Dieser Gedanke gilt auch für den Einsatz von KI-Technologie. Leider übertreiben einige Investmentfirmen aufgrund der schlagzeilenträchtigen Popularität von KI ihren Erfolg bei der Anwendung von KI-Technologien in ihren Anlageprozessen. Dieses als ‚AI-Washing‘ bekannte Phänomen wird zunehmend von der Investment-Community, einschließlich der Aufsichtsbehörden, unter die Lupe genommen. Daher ist es für Stakeholder wichtig, die Motivationen und Anzeichen von AIW zu verstehen. Dieser Bericht untersucht daher die wichtigsten Punkte im Zusammenhang mit AIW, einschließlich der Motivationen hinter dem Phänomen und eines vorgeschlagenen Ansatzes zur Aufdeckung des Ausmaßes, in dem ein Investmentmanager AIW betreiben könnte. Er enthält auch einen Musterfragebogen zur Entwicklung fallspezifischer Fragen. Indem Stakeholder AIW verstehen und erkennen, können sie dazu beitragen, dieses Phänomen zu minimieren und schließlich zu eliminieren, was zu besseren Anlageergebnissen führt.“

LINK ZUR STUDIE: “AI WASHING: SIGNS, SYMPTOMS, AND SUGGESTED SOLUTIONS FOR INVESTMENT STAKEHOLDERS”

ERKLÄRUNG X UND DER UNERKLÄRBARE REST U: XAI

AUTORIN: Cheryll-Ann Wilson, CFA Institute

ZUSAMMENFASSUNG: Für bestimmte Varianten der KI kann gelten, dass deren Komplexität zu hoch ist. Daher entsteht ein Rest U von Unerklärbarkeit der operativen Vorgänge der KI selbst für die Experten, die damit befasst sind. Daher muss man Erklärungen anfertigen, die weniger Komplexität abbilden, als der zu erklärende Sachverhalt verkörpert, weil der Rest U unverfügbar bleibt. Welche Erklärung(s)komplexität gewählt wird, soll jedoch vom Beobachterstandpunkt abhängen – ob man Anwender in der Praxis ist oder Programmierer. Die geeignete Erklärung fertigt die Explainable-KI-Technologie (XAI) an, wobei man Explainable auf Ex verkürzte und Ex auf das X von XAI. Eine Befragung von KI ergibt, dass auch bei XAI dasselbe Problem mit Rest U auftauchen könne, so dass XAI auf XAI anzuwenden wäre. Das führt vielleicht weg vom mehr auf die Praxis zielenden Report, daher lassen wir im Folgenden die Autorin selber reden: „Entscheidungssysteme orchestrieren unsere Welt, unterstützt durch maschinelles Lernen (ML) auf Basis künstlicher Intelligenz (KI). Diese KI-basierten Systeme unterstützen Underwriter und Kreditanalysten bei der Risikobewertung, Portfoliomanager bei der Optimierung der Wertpapierallokation und Privatpersonen bei der Auswahl von Anlage- und Versicherungsprodukten. Mit dem Wachstum der digitalen Wirtschaft steigt auch der Bedarf an immenser Rechenleistung. Diese Leistung hat jedoch ihren Preis: Insbesondere Systeme, die auf Deep-Learning-Algorithmen basieren, können so komplex werden, dass selbst ihre Entwickler nicht vollständig erklären können, wie diese Systeme Entscheidungen treffen. Dies ist im Wesentlichen das ‚Black-Box-Problem‘, das es schwierig macht, den Entscheidungen eines KI-Systems zu vertrauen, die Modellfairness zu beurteilen und regulatorische Anforderungen zu erfüllen. Zu den Folgen zählen

tatsächliche oder vermeintliche Diskriminierung geschützter Verbrauchergruppen und Verstöße gegen die Regeln der fairen Kreditvergabe. Dieses Problem hat zu verschiedenen Lösungsvorschlägen geführt – die bekanntesten sind erklärbare KI-Technologien (XAI), um eine kognitive Brücke zwischen Mensch und Maschine zu schlagen. XAI bezieht sich auf KI- und ML-Techniken bzw. -Funktionen, die darauf abzielen, verständliche Begründungen für die von KI generierten Ergebnisse zu liefern. Implizit in erklärbarer KI steckt die Frage: ‚Wem ist was erklärbar?‘ Tatsächlich ist die Definition des ‚Wem‘ (oder der Nutzergruppe) entscheidend, um zu bestimmen, wie die Daten erhoben werden, welche Daten erhoben werden können und wie der Grund für eine Operation am effektivsten beschrieben werden kann. Dieser Bericht konzentriert sich auf den Menschen hinter der Mensch-Maschine-Zusammenarbeit. Ziel ist es, eine Diskussion darüber anzuregen, wie die Bedürfnisse verschiedener KI-Nutzergruppen optimal unterstützt werden können.“

LINK ZUR STUDIE: “EXPLAINABLE AI IN FINANCE: ADDRESSING THE NEEDS OF DIVERSE STAKEHOLDERS”

DAS ESCHERICHIA-COLI-PORTFOLIO

AUTOR: Hubert Zarzycki, Wroclaw University of Science and Technology

ZUSAMMENFASSUNG: Zarzycki über den Nutzen von Escherichia coli als Lehrkraft der Finanzgemeinschaft: „Diese Studie stellt einen neuartigen Ansatz zur Portfoliooptimierung vor, der Bacterial Foraging Optimization (BFO) mit Risikomanagementtechniken und Sharpe-Ratio-Analyse kombiniert. BFO, ein von der Natur inspirierter Algorithmus, wird zur Konstruktion diversifizierter Portfolios eingesetzt, während Risikomanagementstrategien, einschließlich Stop-Loss-Limits und Transaktionskostenbetrachtungen, die Risikokontrolle verbessern. Die Sharpe-Ratio wird verwendet, um die Effizienz der Anlagestrategie unter Berücksichtigung risikoadjustierter Renditen zu bewerten. Die Experimente zeigen, dass

dieser Ansatz Risiko und Rendite effektiv ausbalanciert und damit ein wertvolles Instrument für das Portfoliomanagement in dynamischen Finanzmärkten darstellt.“

LINK ZUR STUDIE: “OPTIMIZING INVESTMENT PORTFOLIOS WITH BACTERIAL FORAGING AND ROBUST RISK MANAGEMENT”

DAS „MINIMUM SEMANTIC CONCENTRATION“-PORTFOLIO

AUTORIN: Crina Pungulescu, John Cabot University

ZUSAMMENFASSUNG: „In diesem Artikel werden verschiedene Techniken der natürlichen Sprachverarbeitung (NLP) eingesetzt, um das Potenzial der Textanalyse zur Erzielung von Diversifikationsvorteilen im Portfoliomanagement zu bewerten. Zweitens verbreitete große Sprachmodelle (BERT und GPT) sowie eine alternative, neurowissenschaftlich fundierte KI-Lösung namens ‚Semantischer Fingerabdruck‘ werden getestet, indem Portfolios mit ‚minimaler semantischer Konzentration‘ erstellt und verglichen werden, wobei nacheinander die drei NLP-Methoden verwendet werden. ... Die Portfoliogewichte der ‚minimalen semantischen Konzentration‘ minimieren die semantische Ähnlichkeit (ähnlich den Gewichten des Portfolios mit ‚minimaler Varianz‘) ... Die Ergebnisse bestätigen, dass alle NLP-Methoden in der Lage sind, relevante Informationen aus Geschäftsbeschreibungen zu extrahieren: Die Portfolios mit ‚minimaler semantischer Konzentration‘ weisen eine deutlich geringere Volatilität auf als Portfolios mit zufällig gewählten Gewichten. Obwohl keine NLP-Methode absolute Überlegenheit gegenüber vergleichbaren Methoden für sich beanspruchen kann, scheint das semantische Fingerprinting die beständigste und robusteste Methode zu sein.“

LINK ZUR STUDIE: “SEMANTIC DIVERSIFICATION IN EQUITY PORTFOLIOS”

firstfive-Sieger

FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 31.08.2025) der erfolgreichsten Vermögensverwalter. In der konservativen Risikoklasse dominiert der Rentenanteil. In der ausgewogenen Risikoklasse sind Renten und Aktien gleichgewichtet. In der moderat dynamischen Risikoklasse dominieren Aktien. Und in der dynamischen Risikoklasse wird nur in Aktien angelegt.

- Top Performer (12 Monate)			
Ranking August 2025 (12) (Berichtszeitraum 01.09.2024 - 31.08.2025)			
Risikoklasse: konservativ, 12 Monate			
Platz	Perfor- mance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	8.10%	1.25	Volksbank Kraichgau Family Of ce, Wiesloch Strategie: FO-Multi Asset
2.	7.26%	1.21	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: CEEMENA-IT
3.	7.15%	1.12	Volksbank Kurpfalz eG, Weinheim Strategie: Kurpfalz VV Defensiv
4.	6.19%	0.71	DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt Strategie: P3 Aktien Global 50%
5.	4.93%	0.43	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: konservativ
Risikoklasse: ausgewogen, 12 Monate			
Platz	Perfor- mance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	19.11%	2.91	BPM - Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin Strategie: ausgewogen I
2.	9.52%	1.12	Rhein Asset Management , Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: RAM Balanced International
3.	8.19%	0.66	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: Individuell Ausgewogen
4.	7.63%	0.56	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: Multi Asset Trends
5.	7.50%	0.72	DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt Strategie: P4 Aktien Global 70%
Risikoklasse: moderat dynamisch, 12 Monate			
Platz	Perfor- mance	Sharpe- Ratio	Vermögensverwaltung
1.	10.94%	0.92	Rhein Asset Management , Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: Aktienmandat weltweit
2.	9.48%	0.66	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Düsseldorf Strategie: Wachstum nachh. Global
3.	8.96%	0.72	DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt Strategie: P5 Aktien Global 100%
4.	8.59%	0.50	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 90
5.	7.90%	0.49	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: DJE Globale Aktien

firstfive-Sieger

FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 31.08.2025) der erfolgreichsten Vermögensverwalter. In der konservativen Risikoklasse dominiert der Rentenanteil. In der ausgewogenen Risikoklasse sind Renten und Aktien gleichgewichtet. In der moderat dynamischen Risikoklasse dominieren Aktien. Und in der dynamischen Risikoklasse wird nur in Aktien angelegt.

Risikoklasse: dynamisch, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	29.87%	1.10	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: Individuell Wachstumswerte
2.	8.96%	0.48	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Düsseldorf Strategie: MAVV Dynamik
3.	7.21%	0.34	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity I
4.	7.03%	0.38	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Select 90
5.	2.33%	-0.03	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Aktien Weltweit

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

- Top Performer (60 Monate) Ranking August 2025 (60) (Berichtszeitraum 01.09.2020 - 31.08.2025)			
Risikoklasse: konservativ, 5 Jahre			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	29.26%	0.53	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50
2.	25.90%	0.56	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: konservativ
3.	21.06%	0.35	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International I
4.	20.06%	0.42	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: individuell konservativ
5.	19.76%	0.30	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Total Return Mandat
Risikoklasse: dynamisch, 5 Jahre			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	109.30%	1.00	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity I
2.	96.96%	0.57	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: Individuell Wachstumswerte
3.	62.78%	0.68	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Düsseldorf Strategie: MAVV Dynamik
4.	54.92%	0.67	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Aktien Weltweit
5.	53.94%	0.65	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Dividendenorientiert

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