

Private Banker

Das Vermögensverwalter E-Magazin

KRYPTOASSETS

Ihr „wahrer“ Wert

GEZÜGELTER BITCOIN

Interview mit
Dr. Leif Richter und
Thomas Ullmann



WEALTH TECH

- Private Banking obsolet
- Generative KI im Wealth Management

ELTIF 2.0

- Infrastruktur für Privatanleger
- ELTIFs – Chancen und Grenzen. Interview mit Dirk Holz

KRYPTOWÄHRUNGEN

KRYPTOASSETS: BEWERTUNGS- VERFAHREN

Viele Anleger stellen sich angesichts der Preisbewegungen in der Kryptoassetwelt die Frage: Was sind Kryptos wirklich wert? Darauf gibt es unterschiedliche Antworten. Wir stellen einige vor.

Im Januar 2009 wurden die ersten Bitcoins geschöpft, die erste Kryptowährung war in Gang gesetzt. 2011 war mit Litecoin die zweite Kryptowährung verfügbar. Nach Angaben von Statista war die Zahl der Kryptowährungen im Jahr 2013 auf 66 angewachsen, Ende 2019 auf 2388, im Februar 2022 auf 10.656. Seither hat sich die „Artenvielfalt“ nicht mehr signifikant vergrößert, im November 2024 zählte Statista 9927 Kryptowährungen, nachdem es im Januar 2024 nur 8210 gewesen sein sollen. Obwohl sich bislang keine der vielen Krypto-„Währungen“ als ein allseits akzeptiertes Zahlungssystem durchgesetzt hat, wurden sie schnell von einer wachsenden, aber immer noch kleinen Gruppe von Anlegern als Assets gehandelt. Starke Preissteigerungen etwa von Bitcoin ab einem bestimmten Zeitpunkt trugen wesentlich dazu bei. Aber extreme Preisschwankungen führten schnell zu der Frage, welcher Wert sich bei Kryptowährungen unter der Preishülle denn nun „wirklich“ versteckt? Auf diese Frage gibt es grundsätzlich zwei Antworten.

Die erste Antwort heißt, dass sich nichts hinter einer Hülle versteckt, dass der scheinbare Schein schon das Sein selber sei, dass sich also im Preis der Wert bereits offenbart. In diesem Fall lässt man die Suche nach einem „intrinsischen“ Wert auch in Anbetracht der vielen Einwände gegen vorgeschlagene Lösungen als unfruchtbares Unterfangen bleiben und wendet sich gleich den Kursen, ihren Steigerungen, ihren Einbrüchen, ihren Schwankungen zu. Leif Richter und Thomas Ullmann, die wir zu Bitcoin als Geldanlage befragt ha-

INHALT

02 Kryptoassets: Bewertungsverfahren

Was sind Kryptos wirklich wert? Wir stellen einige Antworten vor.

08 „Eine unfassbare Erfolgsgeschichte für ein Asset, das vor 15 Jahren noch ein Konzeptpapier eines anonymen Programmierers war“

Dr. Leif Richter und Thomas Ullmann, Dietrich & Richter, im Bitcoin-Interview

13 Wealthtech statt Wealth Management: Digitalisierung macht Private Banking obsolet

Stefan Schmitt, Inno Invest

15 Generative KI: Wie die Technologie das Wealth Management transformiert

Torsten Reischmann, Finaplust

18 Generative KI ein Renditegenerator?

Erste breite Rendite-Studie zu generativer KI im Asset Management

20 Die Regulatorik für Wertpapierinstitute bleibt weiterhin im Fluss

Ausblick 2025 von Jürgen App

23 ELTIFs: Von der Spitze in die Breite?

Markt nach der ELTIF 2.0-Reform

27 Privatanleger können jetzt wie die Profis in Infrastruktur investieren

Klaus Weber, PATRIZIA GrundInvest

29 „Für Stiftungen, die Real Assets ausprobieren wollen, sind Retail-ELTIFs sehr gut geeignet“

Interview mit Dirk Holz, Commerz Real

33 Mining: Bitcoin und Gold – ein Vergleich

Neue Studien

36 Top Ranking

First Five der Vermögensverwalter

ben, neigen zu dieser Lösung: Denn der Wert ergebe sich einfach aus Angebot und Nachfrage und mehr sei zum Wert eigentlich nicht zu sagen; alles andere führe zu einer unnötigen Verkomplizierung (siehe Interview in dieser Ausgabe).

Die zweite Antwort besteht in der Idee, dass dem Preis einer Kryptowährung ein Wertkern zugrunde liegt, der sich „irgendwie taxieren“ lässt, entweder in Gestalt einer exakten Zahl oder durch mehr oder weniger diffuse Angabe eines Zahlenbereichs. Dieses „irgendwie“ kann mehr qualitativ-hermeneutische Komponenten und intuitive Einsprengsel enthalten oder in einem wohldefinierten quantitativen Bewertungsverfahren bestehen. Den intrinsischen Wert etwa von Bitcoin glauben am ehesten noch viele Fundamentalkritiker exakt beziffern zu können, auch oder gerade weil sie kein explizit-zünftiges Bewertungsverfahren verwenden: denn sie bestreiten, dass die Kryptowährung einen „inneren“ Wert hat, auch nicht als Widerspiegelung im Preis. Kurz gesagt: sie setzen den „inneren“ Wert auf null. Da generell der Preis von Geldanlagen von Erwartungen abhängt, sind aus Fundamentalkritiker-Sicht – man könnte hier etwa Roubini als „Zeugen der Anklage“ nennen – Kryptowährungen ein Gemisch aus „falschen“ Theorien über vermeintlich fundamentale Faktoren, aus historisch genährten „naiven“ Preisextrapolationen, aus Imitationsverhalten und aus spekulativen Erwartungserwartungen (Erwartungen über Erwartungen und Erwartungserwartungen der anderen Anleger).

Andere Kritiker mögen sogar einen negativen intrinsischen Wert unterstellen. Von dieser Art scheint ein Mitte Oktober 2024 veröffentlichtes Papier der beiden EZB-Ökonomen Bindseil und Schaaf zu sein. Zwar heben sie hervor, dass Bitcoin wertbestimmende Merkmale etablierter Finanzanlagen, insbesondere Cash Flows wie Mieten, Dividenden oder Zinszahlungen, fehlten. Infolgedessen seien etablierte Methoden zur Wertberechnung auf Bitcoin nicht anwendbar. Da sie aber den (Anleger-)Nutzen von Bitcoin stark bezweifeln und zudem negativ bewertete Umverteilungseffekte monieren, verwenden sie offen-



Kleiner als Notebooks und mit diesen nicht zu verwechseln sind Bitcoin-Fullnodes, die dezentral rechnenden physischen „Knoten“ des Bitcoin-Netzwerkes.

Quelle: Marco Verch, Lizenz: CC-BY 2.0, ccnull.de, [Link](https://link)

kundig ein alternatives Bewertungsverfahren. Und dieses scheint zu dem Ergebnis zu kommen, dass der „wahre Wert“ des Bitcoin negativ ist, d.h. in dem Schaden liegt, den er ihrer Ansicht nach gesellschaftlich anrichtet.

Ein anderer Diskussionsstrang sind unterschiedliche explizite Bewertungsverfahren, die im Laufe der Zeit für Kryptowährungen vorgeschlagen worden sind. Dazu gehören traditionelle Methoden, aber auch für die Welt der etablierten Bewertungsverfahren neue Modelle, die auf spezifischen Eigenschaften von Kryptowährungen bzw. Netzwerken aufbauen. Wir stellen im Folgenden einige Wertbestimmungsmodelle auf der Grundlage zweier CFA-Booklets vor: Dem 2021 erschienenen „Cryptoassets: The Guide to Bitcoin, Blockchain, and Cryptocurrency for Investment Professionals“ von Matt Hougan und David Lawant. Und dem Ende 2023 veröffentlichten „Valuation of Cryptoassets. A Guide for Investment Professionals“ von Urav Soni und Rhodri Preece.

Bewertung von Kryptoassets

Soni and Preece differenzieren Kryptoassets – teils unter Bezugnahme auf den Global Crypto

Classification Standard – in Abhängigkeit von ihren Hauptfunktionen in drei Kategorien: a) Kryptowährungen, die darauf spezialisiert sind, Wert zu übertragen (Beispiele: Bitcoin, Litecoin, Monero oder Zcash); b) Smart Contract Plattformen, die eine bestimmte Art von Programmierung erlauben (Ethereum, Solana, Polygon oder TRON); c) dezentrale Anwendungen, d.h. nichtzentrale Internet-Infrastrukturen, die Zugang zu Produkten und Dienstleistungen ermöglichen (Uniswap, Aave oder Convex Finance).

Für jede dieser Unterkategorien wurden eigene Bewertungsmodelle vorgeschlagen, die sich nur zum Teil überschneiden oder miteinander ähnlich sind.

Bewertungen von Bitcoin

Hougan und Lawant stellen fünf aktuell diskutierte Vorschläge einer Wertbestimmung von Bitcoin vor, die einfache formale Zusammenhänge nutzen: ein Marktpotentialmodell; eine Quantitätsgleichung; ein Netzwerknutzenansatz; eine Produktionspreisberechnung; eine Knappheitsformel.

Marktpotential

Die Basis dieses Bewertungsansatzes ist das Marktpotential, das eine Kryptowährung ausschöpfen kann. Aber welcher Markt soll es sein? Die Antwort zielt in erster Linie auf die Wertaufbewahrungsfunktion von Bitcoin, und zwar eine bedingte.

Denn die gefragte Funktion ist die vermu-

tete Eignung von Bitcoin, ein „sicherer Hafen“ in besonders stürmischen Zeiten zu sein. Hougan und Lawant legen ihren Beispielberechnungen des Bitcoins-Werts den Goldmarkt als Potential zugrunde – generell wäre dies aber auf weitere Assets mit Sicherer-Hafen-Qualität auszuweiten.

Quantitätsgleichung

Eine zweite Wertberechnung orientiert sich an der Zahlungsfunktion von Bitcoin. Der Wert eines Bitcoins wird mithilfe der klassischen Quantitätstheorie des Gelds berechnet, die auf das Segment der jeweiligen Kryptowährung angewandt wird.

Der Preis pro Bitcoin wird dementsprechend aus Geldangebot, Umlaufgeschwindigkeit, Preisni-

veaus der Güter und Handelsvolumen im Kryptosegment abgeleitet.

Netzwerknutzen

Eine dritte Variante interessiert sich für den Netzwerkcharakter von Kryptowährungen, speziell für den Nutzen eines Netzwerkes. Das Bitcoin-System ist ein Netzwerk von Rechnern (Knoten), die miteinander verbunden sind (Kanten). Das ermöglicht es, Metcalfe's Law anzuwenden. Dieses besagt, dass der Nutzen bzw. Wert eines Netzwerkes proportional zur Anzahl der Kanten (Verbindungen) oder zum Quadrat der Knoten (Bitcoin-Teilnehmer/

Der zentrale physische Knoten des Euro-Systems ragt ganz anders in die Höhe als ein Fullnode. Das EZB-Gebäude wird architektonisch dem Dekonstruktivismus zugeordnet.



Rechner) ist. Daraus lässt sich dann der Wert eines Bitcoins berechnen.

Produktionskosten

Bei diesem Ansatz wird der Begriff „Mining“ geradezu wörtlich genommen und Bitcoin wie ein Rohstoff behandelt, der zunächst gefördert werden muss. Der Wert eines Bitcoins ergibt sich dann aus den Grenzkosten des Minings im Verhältnis zum erwarteten Ertrag dieser Produktion; in diese Kosten geht insbesondere der Energieverbrauch bei der Schöpfung von Bitcoins ein.

Knappheit im Stock-to-flow-Modell

Hier ist die wertbestimmende Größe, nach der gesucht wird, die Knappheit des Bitcoin-Angebots. Die wird wiederum erfasst mithilfe des Stock-to-flow-Modells. Dabei wird eine Bestandsgröße (Bestand der aktuell zirkulierenden Bitcoins) ins Verhältnis gesetzt zu einer Stromgröße (jährliche Produktion von Bitcoins). Je höher der daraus errechnete Quotient ist, umso wertvoller ist Bitcoin.

Beurteilung der Bitcoin-Bewertungsverfahren

Hougan und Lawant sind von keiner dieser in letzter Zeit vorgeschlagenen Methoden der Wertberechnung überzeugt. Um einige ihrer Einwände anzuführen: Der Marktpotentialansatz beruhe auf problematischen Voraussetzungen und führe zu Identifikationsproblemen. Die Quantitätsgleichung habe bereits Probleme mit der Bestimmung der Geldumlaufgeschwindigkeit von Bitcoin. Der Netzwerkansatz kranke an einer inadäquaten Erfassung der Verteilungsstrukturen im Bitcoin-Netzwerk. Das Produktionskostenargument sei logisch zirkulär, weil der zu erklärende Bitcoinpreis beim Mining bereits vorausgesetzt werden müsse. Das Stock-to-Flow-Modell kranke an einer Verwischung von Kausalrelationen mit Korrelationen.

Insgesamt kommen Hougan und Lawant zu dem Schluss, dass keine dieser Bewertungsmethoden so substantiiert ist wie die Verfahren, die für klassische Anlagen mit Cash Flow entwickelt worden sind. Sie verorten Bitcoin irgendwo zwischen Rohstoff und

Währung. Während Bewertungen von Rohstoffen schwierig seien, seien sie für Währungen fast unmöglich, diese könnten nur „sicher“ bepreist werden, aber nicht durchgehend vernünftig bewertet.

Zwar schließen Hougan und Lawant eine wirklich tragfähige Bewertung nicht aus, erwarten diese jedoch erst von elaborierteren Bewertungsmethoden, die derzeit noch Zukunftsmusik sind.

Wie sieht es bei den anderen Kategorien von Kryptoassets aus?

Bewertungen von Small Contracts

Bei Smart Contracts handelt sich um "wenn...dann..."-Programme, die in Blockchain-Code verfasst sind. Sie werden massenweise von einem Netz von Computern ausgeführt, wenn bestimmte, vorher durch die Teilnehmer definierte Bedingungen erfüllt sind. Das kann, wie bei Bitcoin, die Freigabe von Geldern sein, das kann aber auch die Zulassung eines Fahrzeugs oder das Ausstellen eines Tickets sein.

Für Kryptos mit Smart-Contract-Funktionalität sind Soni und Preece zufolge insbesondere zwei Bewertungsmodelle vorgeschlagen worden: Erstens die Interpretation der Blockchain als Cash-Flow-Asset, zweitens die Bewertung als Netzwerk.

Im ersten Fall wird die Blockchain als ein Vermögensgegenstand, der einen Cash Flow generiert, verstanden. Der Zahlungsstrom besteht in Transaktionsgebühren. Einkommen wird bei dieser Betrachtung durch Verkauf von Block Space, der für eine Transaktion benötigt wird, generiert. Der intrinsische Wert wird durch den abgezinste Zahlungsstrom bzw. den Discounted Cash Flow (DCF) bestimmt.

Die Bewertung als Netzwerk kann unterschiedlich erfolgen. So wie oben bei der Bitcoin-Bewertung über Metcalfe's law. Dabei handelt es sich um eine abstrakte Beschreibung eines Netzwerkes, die auf alle anderen Netzwerke ebenfalls angewandt werden kann und deshalb breite Bewertungs-Vergleiche erlaubt.

Es gibt aber auch Netzwerkabbildungen, die über eine Reihe von spezifischen Kenngrößen von Krypto-Plattformen erfolgen. Mit diesen Modellen

können dann Smart-Contract-Plattformen besser miteinander verglichen werden.

Dezentralisierte Anwendungen: DeFi

Bei den dezentralisierten Anwendungen beschränken sich Soni und Preece auf einen Teilbereich, das Dezentrale Finanzwesen, kurz DeFi.

Die Bewertung von DeFi-Token gilt aufgrund der noch frühen Entwicklungsphase dieser Anwendungen als besondere Herausforderung. Da DeFi Ähnlichkeiten mit traditionellen finanziellen Geschäftsmodellen hat, erscheinen gängige Bewertungsmodelle als geeignet. Allerdings müssen die Kenngrößen auf die spezifischen Funktionalitäten dieser Kryptoassets angepasst sein. DeFi-Apps können dann auch bewertungsmäßig mit ihren traditionellen Entsprechungen verglichen werden.

Die meisten DeFi-Anwendungen generieren ihren Umsatz mit Gebühren für Dienstleistungen.

Soni und Preece stellen Bewertungsarten für den relativen und für den „absoluten“ bzw. intrinsischen Wert vor. Die relative Bewertung eignet sich für den Vergleich von DeFi-Protokollen untereinander oder noch kleinteiliger für den Vergleich der Protokolle einer Kategorie. Dabei werden unterschiedliche Kenngrößen angewandt.

Der intrinsische Wert wird auch hier über den abdiskontierten Zahlungsstrom bzw. das DCF-Modell errechnet.

Beurteilung der Bewertung von Kryptoassets

Soni und Preece sind der Ansicht, dass aktuelle Bewertungsansätze diverse Einschränkungen aufweisen, so dass sie davon abraten, Kryptoassets allein anhand eines Modells oder einer einzelnen Kennzahl zu bewerten: stattdessen sollte man das verfügbare Spektrum nutzen.

Noch seien die Zeitreihen bei Kryptosassets zu kurz, um einen verlässlichen Modellrahmen für Bewertungsverfahren zu konstruieren.

Auch die Anwendung „intrinsischer“ Bewertungsanalysen, die aus dem traditionellen Finanzwesen (wie dem DCF-Modell) übernommen und auf dezentrale Anwendungen oder Smart-Contract-Plattformen angepasst werden, würden

durch Mangel an historischen Daten, die Abhängigkeit von Modell-Annahmen wie auch durch die schnelle Entwicklung von Kryptoassets erschwert. Das bedeutet anders formuliert, dass sich das Evolutionstempo von geeigneten Bewertungsmodellen an der hohen Evolutionsgeschwindigkeit in der Kryptowelt ausrichten muss. Soni und Preece begrüßen daher Widerspruch und Kritik ausdrücklich, um schneller zu besseren Bewertungsansätzen zu kommen.

Trotz aller Einschränkungen böten die Bewertungs-Modelle Einblicke in die Funktionalitäten der jeweiligen Kryptoasset-Klassen und seien als Elemente eines gründlichen Research- und Analyseprozesses bei Anlageentscheidungen unverzichtbar.

Zusammenfassend kann man sagen: Es wurden bislang verschiedene Ansätze der Wertbestimmung von Bitcoin und anderen Kryptowährungen vorgeschlagen. Kein Bewertungsverfahren scheint für sich überzeugen zu können. Auch der kombinierte Einsatz führt noch nicht wirklich zum „wahren“ Wert, er ist allenfalls auf dem Weg zum Ziel, das sich aber vielfach selber noch auf dem Weg ins Irgendwo befindet. So bleibt dann für alle, die dem intrinsischen Wert von Kryptoassets nachspüren, eine Art von Liebe zum Wert (axios) erhalten, so dass man die Entwicklung von Krypto-Bewertungsverfahren beim gegenwärtigen State of the Art in Anlehnung an den Fachbegriff für die Liebe zur Weisheit als Philoaxie bezeichnen könnte.

LINK ZU: „CRYPTOASSETS: THE GUIDE TO BITCOIN, BLOCKCHAIN, AND CRYPTOCURRENCY FOR INVESTMENT PROFESSIONALS“

LINK ZU: “VALUATION OF CRYPTOASSETS: A GUIDE FOR INVESTMENT PROFESSIONALS“



HAFTUNGSDACH



Das innovativste Haftungsdach für Ihre
Selbstständigkeit im Private Banking.

[INNO-HAFTUNGSDACH.DE](https://inno-haftungsdach.de)

Dr. Leif Richter und Thomas Ullmann, Dietrich & Richter

„EINE UNFASSBARE ERFOLGSGESCHICHTE FÜR EIN ASSET, DAS VOR 15 JAHREN NOCH EIN KONZEPT-PAPIER EINES ANONYMEN PROGRAMMIERERS WAR“

Verbreitet sind Kryptoassets unter unabhängigen Vermögensverwaltern in Deutschland nicht gerade. Die Dietrich & Richter Private Asset Management AG aus Goslar bietet neben der klassischen Vermögensverwaltung als eines der wenigen unabhängigen Häuser in Deutschland auch verschiedene Bitcoin-Lösungen an. Wir sprachen mit Dr. Leif Richter und Thomas Ullmann von Dietrich & Richter über die Welt des Bitcoins, dessen Eignung als Kryptoasset und die Zukunft der Mutter aller Kryptowährungen.

Private Banker: Das Universum der Kryptoassets ist unübersehbar. Könnten Sie es für uns kategorial möglichst weit vereinfachen?

THOMAS ULLMANN: Die Grundfrage ist: was ist Bitcoin, was sind Kryptowährungen? Dazu gibt es zwei wesentliche Standpunkte. Der eine besagt: Es gibt Kryptowährungen und Bitcoin ist nur eine davon. Die andere Position lautet: Es gibt Bitcoin als eigenständige Anlageklasse und die unterscheidet sich von allen anderen Kryptowährungen. Bitcoiner vertreten die zweite Ansicht – und auch wir neigen zu dieser Einschätzung. Selbst wenn die Korrelationen untereinander groß sind, hat Bitcoin als Wertaufbewahrungsmittel einen eigenständigen Status. In dieser Funktion hat Bitcoin als einzige Kryptowährung eine Ähnlichkeit mit Gold.

LEIF RICHTER: Für das Verständnis von Bitcoin als eigene Assetklasse ist auch die Entstehungsgeschichte sehr wichtig. 2008 wurde das White Paper veröffentlicht, in dem sowohl die technische Basis wie auch die strategische und philosophische Essenz von Bitcoin definiert wurde. 2008 war das Jahr der Finanzkrise und das White Paper stellte die Frage, ob man dem Geldsystem und den Zentralbanken überhaupt noch vertrauen kann. Das White Paper schlug eine grundsätzliche Alternative als Lösung vor, die sich mit dem Zitat „proof instead of trust“ gut überschreiben lässt ...



Dr. Leif Richter, Vorstand / Strategie Plan B

Private Banker: ... aber erfordert nicht auch der Bitcoin ein gewisses Maß an Vertrauen?

LEIF RICHTER: Ja, schon, aber die entscheidende Frage lautet, was ist die Basis für dieses Vertrauen? Der Zentralbank muss ich vertrauen, obwohl mir ihre internen Prozesse vielfach unbekannt sind. Beim Bitcoin ist zwar Vertrauen in ein technisches System erforderlich. Aber dieses basiert auf eindeutigen, expliziten Regeln, die prinzipiell

jedermann zugänglich sind, der sich am Bitcoin-Netzwerk beteiligt.

THOMAS ULLMANN: Das Thema Vertrauen ist fundamental für jedes Geldsystem. Der Unterschied besteht darin, dass man im etablierten System oft sehr intransparenten Institutionen vertrauen muss, während man im Fall von Bitcoin einem nachprüfbar technischen System vertraut. Und diese verschiedenen Vertrauensausformungen konkurrieren miteinander. Die Mehrheit vertraut gegenwärtig noch dem etablierten System mehr als Bitcoin. Die Umbewertung, der Vertrauenszuwachs für ein neues System benötigt Zeit.

Private Banker: Auf Regeln und technischen Lösungen bauen auch andere Kryptowährungen auf. Was ist das Besondere an Bitcoin?

LEIF RICHTER: Bitcoin wurde konzipiert als grundlegende Alternative zu bisherigen Zahlungssystemen.

Es handelte sich zunächst um eine technische Lösung im Rahmen eines dezentralen Netzwerks für die im White Paper formulierten Probleme. Kryptowährungen, die danach entstanden, hatten andere Themenschwerpunkte. Sie wurden als Startups gegründet, häufig mit der Idee, möglichst viel Geld für die Initiatoren einzusammeln. Bitcoin war kein Startup, es begann als Regelwerk, dem sich unabhängige Netzwerkteilnehmer im Konsens unterwarfen.

Es gibt weitere konzeptionelle Besonderheiten, etwa im Hinblick auf die Machtverteilung. So hatte beispielsweise der Gründer von Ethereum Vitalik Buterin von Beginn an die größten Anteile an diesem Netzwerk, was ihm die Kontrollmacht sicherte. Bei Bitcoin ist über das Mining die Machtverteilung im Netzwerk ganz anders entstanden und hat sich im Fortgang anders entwickelt.

Private Banker: Ist denn Bitcoin überhaupt eine Kryptowährung?

LEIF RICHTER: Technisch gesehen ja, aber wie



Thomas Ullmann, Vermögensverwalter / Strategie Plan B

„Wir haben einen Fonds mit dieser Optionsstrategie für Bitcoin aufgelegt, einen Spezial AIF, der im September 2021 startete“

schon dargelegt unterscheidet Bitcoin sich unseres Erachtens von allen anderen Kryptowährungen, indem es als Wertaufbewahrungsmittel und alternatives Geldsystem in Frage kommt. Unsere Sicht ist, dass Bitcoin aufgrund der starken Schwankungen als Zahlungsmittel zwar derzeit bei uns im Euroraum nicht geeignet ist. Aber in Ländern mit sehr hoher Geldentwertung – denken

Sie beispielsweise an Argentinien – dürfte sich das schon etwas anders darstellen. Allerdings ist für uns der Bitcoin auch nicht primär ein Zahlungsmittel, wir sehen seinen Hauptnutzen in seiner Funktion als Wertaufbewahrungsmittel.

Private Banker: Ein Wertaufbewahrungsmittel – hat Bitcoin also einen intrinsischen Wert und wie würden Sie diesen ermitteln?

LEIF RICHTER: Auf Märkten kreieren Angebot und Nachfrage den Wert. Ganz einfach. Es gibt viele Assets, bei denen der intrinsische Wert fraglich ist, Beispiel Kunstwerke. Das mit dem Wert würde ich daher nicht zu sehr verkomplizieren.

Schauen Sie zum Beispiel auf unsere Fiatwährungen. Es heißt, der Wert einer Währung bemesse sich am BIP einer Volkswirtschaft. Aber, um bei unserem Inflationsbeispiel Argentinien zu bleiben, dort hatte der Peso einen Wertverlust von 90 Prozent. Hat nun die argentinische Volkswirtschaft 90 Prozent an Wert verloren? Wie soll man in einem Fiatsystem den intrinsischen Wert messen?

THOMAS ULLMANN: Diese Wertdiskussion rund um Bitcoin ist auch abhängig davon, wie lange und wie tief man sich mit dem Thema beschäftigt. Am Anfang hat mich die Frage nach dem „inneren Wert“ auch beschäftigt. Man kann sich aber genauso fragen, was eigentlich der innere Wert von Euro oder Gold ist. Mittlerweile neige ich zum Wertbegriff der österreichischen Schule: Wert ist subjektiv und drückt sich letztlich in Marktprozessen aus. Er ist also in unserem Fall abhängig davon, was die Marktteilnehmer bereit sind, für den Bitcoin zu zahlen.

Private Banker: Wie entwickelte sich bislang die Bitcoin-Performance, also Ertrag und Volatilität?

THOMAS ULLMANN: Bitcoin hat bei null begonnen. Mit zunehmender Akzeptanz durch die Nutzer expandierte das System, der Preis stieg an, aber zunächst unter extremen Schwankungen. Die sind immer noch sehr stark, aber die logarithmische Skala zeigt, dass sie abgenommen haben. Das ist auch zu erwarten, wenn ein Asset an Vertrauen gewinnt, die Bitcoin-Adoption zunimmt, der Preis steigt. Die Schwankungen werden auch zukünftig abnehmen, aber auf absehbare Zeit immer noch so hoch sein, dass sie für viele Anleger schwer verdaulich sind.

LEIF RICHTER: Das ist auch ein Problem für Vermögensverwalter, die ein gut diversifiziertes Portfolio betreuen. Wenn man beispielsweise

einen Anteil von fünf Prozent Bitcoin beimischt, dann „grätscht“ Bitcoin mit seinen Schwankungen schon sehr stark in die Renditeverteilung. Wenn sie das Gesamtportfolio dann mit einem Kunden besprechen müssen, ist das nicht immer einfach.

Für uns war das auch der Ausgangspunkt für den Gedanken, Bitcoin mit reduzierten Schwankungen ins Portfolio zu nehmen.

Private Banker: Reden wir zuvor noch kurz über die Korrelationen im Verhältnis zu anderen Assetklassen. Wie sieht es damit aus?

LEIF RICHTER: Hier sind derzeit insbesondere zwei Zusammenhänge zu beobachten:

Zum einen besteht eine positive Korrelation von Bitcoin mit Tech-Aktien. Zum anderen reagiert Bitcoin sehr stark auf Möglichkeiten, günstiges Geld zu bekommen: gehen die Zinsen runter, dann profitiert davon Bitcoin.

Allerdings beobachten wir langfristig zu anderen Assetklassen keine dauerhaft neutrale oder negative

Korrelation, an dem Punkt sind wir noch nicht angekommen.

THOMAS ULLMANN: Historisch betrachtet haben wir bei der Korrelation eigentlich alles gesehen, positive mit Aktien, mit Gold oder auch mit allem anderen bei Bewegungen nach unten. Es ist ähnlich wie beim Gold-Dollar-Zusammenhang, da gibt es über lange Zeiträume ebenfalls so gut wie alles. Man kann aber langfristig feststellen, dass Bitcoin – wie auch andere nicht beliebig vermehrbare Assets – von erhöhter Geldschöpfung profitiert.

Private Banker: Sie haben gerade erwähnt, dass Sie Bitcoin ins Portfolio nehmen, aber mit gedämpfter Volatilität. Wie setzen sie diese Strategie um?

LEIF RICHTER: Es handelt sich um klassische Op-

„Wir haben jedoch
als Branche auch
die Verantwortung
gegenüber den
Kunden, dass wir
uns mit neuen
Anlageformen auch
beschäftigen“

tions-Strategien – vor allem Covered Call Writing –, mit denen wir seit 4 Jahren arbeiten. Der Basiswert ist in diesem Fall Bitcoin. Die Option besteht darin, Bitcoin in der Zukunft zu einem bestimmten Preis zu verkaufen. Dafür wird eine Prämie bezahlt, die von der Volatilität abhängt. Diese Prämie ist bei Bitcoin in der Regel relativ hoch, der Stillhalter vereinnahmt sie sofort. Die Prämie sorgt auch für Absicherung nach unten.

Steht beispielsweise der Bitcoin bei 73.000 USD, nimmt man einen Verkaufspreis (Basis-Preis) von 75.000 USD an und bekommt man eine Prämie von 10 Prozent, dann erhält der Stillhalter 7.300 USD sofort. Dementsprechend besteht bei einem fallendem Bitcoin-Kurs ein Verlust-Puffer. Bei steigendem Bitcoin ist der maximale Ertrag der Gesamtposition auf 82.300 USD begrenzt.

Mit diesem Geschäft lassen sich die Schwankungen deutlich herausnehmen und man erzielt immer noch überdurchschnittliche Erträge. Damit wird Bitcoin auch für Vermögensverwalter interessant, die heftige Schwankung meiden wollen.

THOMAS ULLMANN: Sie fragten vorher nach der Rendite. Wir haben einen Fonds mit dieser Optionsstrategie für Bitcoin aufgelegt, einen Spezial AIF, der im September 2021 startete. Die Performance der Strategie bis Ende Oktober 2024, also nach etwas über 3 Jahren, betrug 70 Prozent nach Kosten. Bitcoin hat in diesem Zeitraum nur um 54 Prozent zugelegt. Die Options-Strategie hat also Bitcoin outperformt. Das liegt daran, dass Bitcoin sich in diesem Zeitraum auch seitwärts bewegt hat, aber eben bei starken Schwankungen.

Private Banker: Sie haben sicher auch verschiedene Szenarien des Bitcoin-Verlaufs simuliert. Wie sind da die Ergebnisse ausgefallen?

THOMAS ULLMANN: Wir sehen: Die Covered-Call-Strategie, die wir ja hauptsächlich anwenden,

läuft sehr gut, wenn der Kurs von Bitcoin nach oben geht. Sie läuft ebenfalls sehr gut, wenn er seitwärts läuft. Und sie läuft immer noch ok, wenn er leicht fällt. Wenn er stark fällt, ist das nicht so gut, aber dagegen kann man sich mit

Optionen an anderer Stelle absichern – das haben wir 2022 gemacht, da hat der Bitcoin 65 Prozent verloren und wir haben ein Plus von 5 Prozent gemacht. Das Einzige, was nicht passieren darf, ist, dass der Bitcoinkurs aufhört zu schwanken. Wenn also der Bitcoin gegenüber dem Euro so performt wie der Schweizer Franken, gerät diese Strategie an ihre Grenzen. Aber das wird mutmaßlich noch eine lange Zeit dauern, bis wir so weit sind.

„Wenn man sieht, wie gering im Mainstream nach wie vor die Akzeptanz ist, dann haben wir noch ein gutes Stück vor uns ...“

Private Banker: Wer sind eigentlich die Anleger, die in Bitcoin investieren?

LEIF RICHTER: Das sind nach unseren Beobachtungen vielfach Personen im Alter zwischen 30 und 50, nicht unbedingt die ganz Jungen, das hat uns auch überrascht. Eine klassische Zielgruppe gibt es nicht. Aber viel wichtiger ist: Man muss mit den Leuten über Bitcoin sprechen, man muss sie aufklären, auch weil Bitcoin in der medialen Öffentlichkeit sehr stark polarisiert. Deshalb sehen wir es als Vermögensverwaltung als unsere Aufgabe an, Kunden in den Strategiegesprächen zumindest darauf anzusprechen. Die Reaktion der Kunden ist dabei sehr unterschiedlich: Von Ablehnung über Zustimmung bis zu vertiefter Eigenbeschäftigung.

THOMAS ULLMANN: Vielleicht ergänzend dazu noch: Der betreute Klient vertraut dem Vermögensverwalter, dass er ihn gut berät und gute Entscheidungen trifft. Bitcoin ist zwar nach unserer Erfahrung sehr beratungsintensiv. Wir haben jedoch als Branche auch die Verantwortung gegenüber den Kunden, dass wir uns mit neuen Anlageformen, die großes Potential haben, auch

beschäftigen und die Kunden darüber aufklären.

Private Banker: Letzte Frage: Wie sieht die Zukunft des Bitcoins aus? Wird er energie-sparsamer? Wird es ihn in 10 Jahren oder in 20 Jahren überhaupt noch geben?

LEIF RICHTER: Wir sehen im Bitcoin-Netzwerk, dass die Teilnehmer vieles beibehalten wollen. Und das betrifft auch die energieaufwendige Proof-of-Work-Funktionalität. Und das ist bewusst von allen Netzwerkteilnehmern so gewollt. Denn andernfalls wäre wieder eine zentrale Validierungsstelle erforderlich, der man vertrauen müsste. Und das lehnen die Netzwerk-Teilnehmer ab.

Ein weiteres Beispiel ist der von 2015 bis 2017 dauernde „Blocksize-War“. Um die Zahlungsmittelfunktion zu verbessern, wurde die Vergrößerung der Blöcke vorgeschlagen. Das wäre aber mit den kleinen Rechenkapazitäten, die für die Teilnahme am Bitcoin-Netzwerk lediglich erforderlich sind, den sog. Fullnodes, nicht mehr realisierbar gewesen. Man hätte auf größere Rechenzentren zurückgreifen müssen. Diesen Trend hin zu mehr Zentralisierung lehnten die abstimmungsberechtigten Netzwerkteilnehmer jedoch letztlich ab.

Wir gehen davon aus, dass sich Bitcoin über die nächsten Jahre und auch Jahrzehnte weiter in der bisherigen Form erhalten wird, denn Evolution wollen die konservativen Bitcoin-Teilnehmer nur in überschaubarem Maße.

THOMAS ULLMANN: Ich beantworte Ihre Frage jetzt mit einer starken These: Ja, Bitcoin wird es in 10 Jahren noch geben, ja Bitcoin wird es in 20 Jahren noch geben. Und Bitcoin wird in 10 Jahren viel teurer sein als heute und in 20 Jahren viel teurer sein als in 10 Jahren.

Das Bitcoin-Netzwerk war am Beginn seiner Entwicklung sehr fragil und angreifbar. Da hätte man dieses Netzwerk sehr leicht mit einer Computerattacke zerstören können. Das ist aber nicht passiert. Und in dem Maße, in dem das Netzwerk und dessen Rechnerleistung gewachsen sind, ist es technisch schon fast nicht mehr möglich, dieses Netzwerk zum Erliegen zu bringen.

Von den Leuten, die von einer reinen Spekula-

tionsblase sprechen, hört man mittlerweile nichts mehr. Und wir haben inzwischen eine Situation, in der – und man muss sich das mal auf der Zunge zergehen lassen – der größte Vermögensverwalter der Welt, Blackrock, einen Bitcoin-ETF auflegt und damit eine der erfolgreichsten, wenn nicht die erfolgreichste ETF-Neueinführung der Geschichte auf den Weg bringt. US-Pensionsfonds investieren ihre Mittel in Bitcoin. Nationalstaaten – kleine zwar, aber immerhin – haben Bitcoin als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt. Und die kommende US-Regierung hat sich dafür ausgesprochen, eine Bitcoin-Reserve einzuführen. Das ist schon eine unfassbare Erfolgsgeschichte für ein Asset, das vor 15 Jahren noch ein Konzeptpapier eines anonymen Programmierers war. Der wesentliche Teil der Entwicklung, das kann man sagen, liegt bereits hinter uns. Das hat zwar der Mainstream noch nicht verstanden, aber diese Entwicklung ist nur noch sehr schwer umkehrbar. Andererseits: Wenn man sieht, wie gering im Mainstream nach wie vor die Akzeptanz ist, dann haben wir noch ein gutes Stück vor uns, bis die Erfolgsgeschichte des Bitcoin zu Ende geschrieben ist.

Private Banker: Herr Dr. Richter, Herr Ullmann, vielen Dank für das Gespräch

Branchenausblick

WEALTHTECH STATT WEALTH MANAGEMENT: DIGITALISIERUNG MACHT PRIVATE BANKING OBSOLET

Von Stefan Schmitt, Inno Invest

Das klassische Private Banking, einst das Aushängeschild für exklusive Beratungsqualität und individuelle Finanzlösungen, steht an einem Wendepunkt. Jahrzehntlang galt der Markt für wohlhabende Kunden als festes Terrain der Großbanken, doch nun erodiert dieses Monopol. Immer höhere Kosten, eine rasante Technologisierung und das wachsende Misstrauen der Kundschaft gegenüber etablierten Banken setzen die Branche unter Druck. Private Banking wandelt sich – und die Gewinner von morgen sind nicht unbedingt die Banken von gestern, sondern agilere Akteure wie Wealthtech-Unternehmen und unabhängige Vermögensverwalter.

Das digitale Zeitalter revolutioniert die Branche

Schon vor Jahren zeichnete sich ab, dass die Digitalisierung die Welt und damit auch das Bankgeschäft nachhaltig verändern würde. Heute ist das Smartphone nicht nur ein Symbol, sondern das Zen-

trum der modernen Finanzwelt. Es ermöglicht den Nutzern, ihre Finanzen selbstständig und jederzeit zu verwalten, was den traditionellen Bankberatungsprozess grundlegend verändert. Aktuelle Zahlen zeigen, dass weltweit 63 Prozent der Kunden regelmäßig digitale Finanzdienstleistungen nutzen. Besonders stark ist dieser Trend in Europa, wo rund 79 Prozent der Kunden regelmäßig mobile Banking-Apps nutzen. Diese Entwicklung verschiebt die Erwartungen auch wohlhabender Kunden hin zu digitalen und jederzeit verfügbaren Dienstleistungen, was den Bedarf an physischen Bankfilialen drastisch reduziert.

Filialsterben im Private Banking: Der Abschied von der Tradition

Die Digitalisierung verändert auch das Filialnetz grundlegend. Bis 2027 könnten in Deutschland bis zu 9.000 Bankfilialen schließen – ein Rückgang von 8,5 Prozent pro Jahr. Vor allem das Private Banking, das früher als Rechtfertigung für die Präsenz in vielen Städten galt, trägt nicht mehr zum notwen-



Stefan Schmitt ist Geschäftsführer der Innovative Investment Solutions GmbH in Darmstadt

digen Ertrag bei. Studien zeigen, dass bis 2025 rund 70 Prozent aller Beratungsvorgänge digital abgewickelt werden könnten. Für die Kunden bedeutet dies weniger physische Anlaufstellen, aber ein deutlich flexibleres Beratungserlebnis.

Neue Kundensegmentierung: Ein digitales Kundenverständnis als Schlüssel

Im Zuge dieses Wandels segmentieren Banken ihre Kunden nicht mehr nur nach Vermögen, sondern auch nach digitaler Affinität. Kunden, die nicht bereit sind, höhere Gebühren für eine persönliche Beratung zu zahlen, werden zunehmend in standardisierte digitale Servicepools integriert. Die individuelle Kundenbeziehung, einst das Fundament des Private Banking, wird zunehmend durch virtuelle Beratungskanäle ersetzt. Während 2021 erst 12% der Kunden virtuelle Beratungsformen bevorzugten, steigt dieser Anteil bis 2023 auf 46%.

Dabei kristallisieren sich drei Hauptsegmente heraus: Im Private Banking-Remote erhalten Kunden rein digitale Services und eine standardisierte Betreuung in „Beratungspools“. Im Private Banking-Relationship profitieren Kunden von einer Kombination aus persönlicher Beratung und standardisierter Vermögensverwaltung. Wealth Management ist das Premium-Segment mit individueller Beratung, das weiterhin für persönliche Betreuung und maßgeschneiderte Lösungen steht. Diese Segmentierung verstärkt den Trend zur Standardisierung bei kleineren Vermögen und drängt persönliche Beratungsmodelle zunehmend in den Hintergrund.

Vom maßgeschneiderten Service zur Standardisierung: Die Margen schrumpfen

Unter dem Druck sinkender Margen sind Banken zunehmend gezwungen, auf Effizienz und Standardisierung zu setzen. Kunden, die früher auf individuelle Beratung und exklusive Anlageprodukte zählen konnten, finden heute oft nur noch standardisierte Banklösungen vor. Diese „Industrialisierung“ des Private Banking ist eine Reaktion auf die wirtschaftlichen Zwänge, die durch die digitale Konkurrenz verstärkt werden. Automatisierte Prozesse und standardisierte Be-

ratungskonzepte verdrängen den persönlichen Service. Die Folge sind unzufriedene Kunden: Eine Umfrage zeigt, dass nur 18 Prozent der vermögenden Kunden mit ihren Bankdienstleistungen zufrieden sind.

Digitalisierung als Wachstumschance

Während das traditionelle Private Banking an Bedeutung verliert, erlebt das Wealth Management dank technologischer Innovationen eine Renaissance. Dank künstlicher Intelligenz und Robo-Advisor können Vermögensverwaltungsangebote nun auch für Kunden mit einem Vermögen unter 10 Millionen Euro erschwinglich angeboten werden. Wealthtech-Plattformen mit Haftungsdach erleichtern Beratern zudem den Einstieg in die unabhängige Vermögensverwaltung, indem sie regulatorische Hürden abbauen und neue Kundensegmente erschließen.

Die Zukunft der Vermögensverwaltung könnte sich in drei Hauptkategorien gliedern: Großbanken, unabhängige Multi Family Offices (MFOs) und private Vermögensverwalter. Insbesondere MFOs, unterstützt durch Wealthtech, gelten als zukunftsweisend und setzen auf skalierbare Lösungen, die Effizienz und Kostenvorteile durch Automatisierung ermöglichen. Dadurch wird es möglich, anspruchsvolle Kundengruppen zu bedienen, die bisher nur von etablierten Banken abgedeckt wurden.

Eine Branche vor dem Neuanfang

Das klassische Private Banking steht an einem Wendepunkt. Die digitale Disruption zwingt die Banken, ihre Geschäftsmodelle zu hinterfragen und neu zu gestalten. Wealthtech-Anbieter und unabhängige Vermögensverwalter drängen mit flexiblen und kostengünstigen Lösungen auf den Markt, die den Bedürfnissen moderner Kunden entsprechen. Die Fähigkeit, digitale Technologien effizient in die Beratung und Betreuung zu integrieren, wird über die Zukunftsfähigkeit der Anbieter entscheiden. Nur Banken und Berater, die diesen Wandel aktiv gestalten und echten Mehrwert bieten, werden langfristig im Wettbewerb bestehen.

Zukunft des Wealth Managements

GENERATIVE KI: WIE DIE TECHNOLOGIE DAS WEALTH MANAGEMENT TRANSFORMIERT

Von Torsten Reischmann, Finaplus

Generative KI (GenAI) hat das Potenzial, das Wealth Management grundlegend zu verändern. Durch ihre Fähigkeit, große Datenmengen zu verarbeiten und menschen-ähnliche Texte, Bilder und Sprache zu verstehen und zu erstellen, bietet sie der Branche vielfältige Möglichkeiten. GenAI kann Arbeitsprozesse automatisieren, den Kundenservice verbessern und bei der Erfüllung regulatorischer Anforderungen unterstützen. Insbesondere die steigende Komplexität von Compliance-Vorgaben und die wachsenden Ansprüche an eine personalisierte Beratung treiben den Einsatz von GenAI im Wealth Management voran. Eine aktuelle Studie zum Thema GenAI-Einsatz im Wealth-Management-Bereich bekräftigt, dass GenAI eine zentrale Rolle spielen

könnte, um diesen neuen Herausforderungen effizient zu begegnen und gleichzeitig Innovation und Produktivität zu fördern.

Anwendungsfelder generativer KI im Wealth Management

Es gibt mehrere zentrale Anwendungsfelder für GenAI im Wealth Management, die Unternehmen wie Finaplus bereits erfolgreich in ihre Produktstrategien integrieren:

- 1. Verbesserte Kundenkommunikation:** Kunden erwarten zunehmend eine nahtlose, personalisierte Betreuung. GenAI-gestützte Chatbots und virtuelle Assistenten bieten rund um die Uhr individuelle



Torsten Reischmann ist bei Finaplus federführend für das Thema KI verantwortlich.

Kommunikation. Untersuchungen deuten darauf hin, dass KI-basierte Kommunikationslösungen die Kundenzufriedenheit steigern und Berater entlasten, indem einfache Anfragen automatisiert und nur komplexere Anliegen an Menschen weitergeleitet werden.

2. **Compliance und Risikomanagement:** Regulierungen wie der [Digital Operational Resilience Act \(DORA\)](#) stellen hohe Anforderungen an die IT-Infrastruktur und Informationssicherheit. GenAI unterstützt Unternehmen dabei, jederzeit audit-ready zu sein und regulatorische Vorgaben durch kontinuierliche Dokumentationsanalyse und -aktualisierung zu erfüllen. Der Einsatz von GenAI im Compliance-Bereich minimiert menschliche Fehler und ermöglicht Echtzeitüberwachung – besonders wertvoll in Zeiten verschärfter Regularien.
3. **Automatisierte Dokumentation und Berichterstattung:** Wealth-Management-Unternehmen müssen oft umfangreiche Berichte erstellen, um regulatorische Standards zu erfüllen und Kunden umfassend zu informieren. GenAI beschleunigt diesen Prozess, indem sie Informationen aus verschiedenen Quellen extrahiert und automatisch zusammenfasst. Studien zeigen, dass der Einsatz von KI-basierten Tools die Effizienz in der Dokumentenerstellung signifikant steigert.
4. **Optimierung der Portfolioverwaltung:** GenAI hilft Beratern und Portfoliomanagern, fundierte Entscheidungen auf Basis von Echtzeitdaten zu treffen. Sie analysiert Markttrends, bewertet Kundenportfolios und gibt Handlungsempfehlungen. Diese datenbasierten Einblicke ermöglichen es, Risiken zu minimieren und schnell auf Marktveränderungen zu reagieren.

Herausforderungen beim Einsatz generativer KI im Wealth Management

Der Einsatz generativer KI bringt jedoch auch

Herausforderungen mit sich, denen sich Unternehmen im Wealth Management stellen müssen:

- **Datenschutz und Sicherheit:** Da Finanzdaten äußerst sensibel sind, müssen Unternehmen sicherstellen, dass alle Daten höchsten Sicherheitsstandards entsprechen. Besonders bei der Nutzung externer KI-Anbieter sind strikte Datenschutzmaßnahmen erforderlich. Viele Unternehmen haben Bedenken hinsichtlich der Datensicherheit bei der Nutzung von KI-Technologien.
- **Investitionskosten und Skalierbarkeit:** Der Einsatz von GenAI ist oft mit hohen Anfangsinvestitionen verbunden. Flexible Pay-per-Use-Modelle bieten jedoch die Möglichkeit, Investitionsrisiken zu reduzieren und KI bedarfsorientiert zu nutzen.
- **Modellanpassung und -training:** GenAI muss regelmäßig trainiert und angepasst werden, um präzise und aktuelle Informationen zu liefern. Besonders in der Finanzbranche erfordert dies spezifisch trainierte Modelle, um branchenspezifische Informationen zuverlässig verarbeiten und generieren zu können.

Fallstudie: Finaplust Copilot als Beispiel für den Einsatz generativer KI im Wealth Management

Finaplust beschäftigt sich als Wealth-as-a-Service-Anbieter selbstverständlich mit generativer KI und hat entsprechende Lösungen bereits gezielt für spezifische Anwendungsfälle erprobt:

1. **Regulatorische Anforderungen (DORA):** Finaplust nutzt GenAI, um sich auf DORA vorzubereiten. Durch automatisierte Analyse und Erstellung von Dokumenten konnte die interne Dokumentation optimiert werden, was Zeit spart und die Genauigkeit erhöht. Finaplust zeigt, wie Unternehmen regulatorische Anforderungen durch moderne KI-Ansätze effizient erfüllen können.
2. **Neues Helpcenter für Nutzer:** Finaplust hat vor einigen Wochen ein neues Helpcen-

ter in Betrieb genommen, das als zentrale Anlaufstelle für Nutzer dient und von GenAI im Pilotbetrieb unterstützt wird. Es bietet schnelle Antworten auf Fragen und Zugriff auf relevante Dokumente. Diese dynamische Wissensbasis verbessert nicht nur den Kundenservice, sondern erleichtert auch die interne Dokumentenverwaltung.

Vor Umsetzung des Finaplust Copilot wurden folgende Anforderungen festgelegt:

- **Transparenz und Quellenauswahl:** GenAI liefert exakte Quellenangaben für transparente Nachvollziehbarkeit.
- Nutzerfreundliche Suchergebnisse: Auch unvollständige Antworten bieten wertvolle, leicht zugängliche Suchergebnisse.
- Mehrsprachigkeit: Der Copilot verarbeitet Anfragen multilingual.
- **Speicherung des Chatverlaufs:** Nutzer können Chat-Historien speichern und für Support-Anfragen nutzen.
- Betrieb in Europa: Datenverarbeitung erfolgt konform mit europäischen Datenschutzstandards.
- **Umfassender Datenzugriff:** Der Copilot greift auf Webinhalte, PDFs und Confluence-Seiten zu.
- **Single Sign-On (SSO):** SSO-Integration erleichtert die Anmeldung für Nutzer.
- Flexible Modellwahl: Für spezielle Anwendungsfälle kann das KI-Modell angepasst werden.

Bereits unmittelbar nach Start der Pilotphase kristallisierten sich vor allem folgende Vorteile der Copilot-Nutzung heraus:

- **FÜR NUTZER:**
- Zentraler Informationszugang: Schneller Zugriff auf relevante Informationen.
- Erste Antworten und Quellenzugriff: Die KI liefert hilfreiche Antworten mit direktem Zugang zu Quellen.
- Entlastung bei Abwesenheiten: Infor-

mationen sind jederzeit verfügbar, was Abwesenheiten abfedert.

- **FÜR DAS UNTERNEHMEN:**
- **Kurzfristig:**
- Datenoptimierung: Katalogisierung und Bereinigung von Datenquellen verbessern die Datenqualität.
- Nutzeranalysen: Einblicke in häufige Fragen unterstützen die Weiterentwicklung.
- Inhaltsanpassung: Integration in bestehende Systeme optimiert Inhalte und erhöht die Relevanz.
- **Langfristig:**
- Datengrundlage für Finetuning: Kontinuierliche Nutzung schafft Datenbasis für Modellanpassungen.
- Verbesserte Antwortqualität: Durch Finetuning werden Antworten spezifischer und präziser.

Fazit: Die Rolle generativer KI in der Zukunft des Wealth Managements

Generative KI ermöglicht es sowohl Lösungsanbietern wie Finaplust als auch direkt vermögensverwaltenden Unternehmen oder entsprechenden Abteilungen in Banken, regulatorische Anforderungen effizienter zu erfüllen, den Kundenservice zu verbessern und Wettbewerbsvorteile durch datenbasierte Ansätze zu erlangen. Die Erfahrungen von Finaplust legen nahe, dass GenAI in den kommenden Jahren zum Standard im Finanzdienstleistungssektor werden könnte – insbesondere auch, wenn man das Potential der gerade kommenden Multimodalität berücksichtigt. GenAI kann helfen, regulatorische Hürden zu meistern, den Kundennutzen zu steigern und die interne Effizienz zu verbessern – und wird entsprechend die Zukunft des Wealth Managements mitgestalten.

Mehr zu den Lösungen von Finaplust finden Sie unter finaplust.de.

Lösungsansatz: „Attention Is All You Need“

GENERATIVE KI EIN RENDITEGENERATOR?

Erste breiter angelegte Studie zum Nutzen von ChatGPT im Asset Management

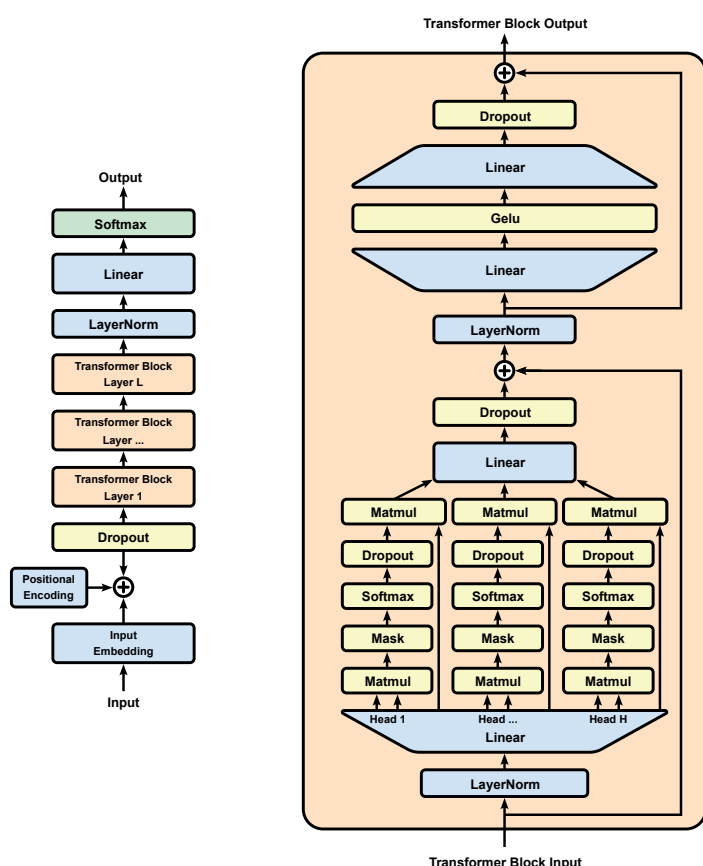
Echtes positives Alpha durch aktives Management wird üblicherweise auf Vorteile der Informationsgewinnung und -verarbeitung zurückgeführt. Ein solcher „Informationsvorteil“ kann auf verschiedene Weisen erzielt werden und ist in der Regel mit Kosten verbunden. Angesichts der jüngeren Entwicklungen der Künstlichen Intelligenz stellt sich die Frage: Kann generative KI im aktiven Management zu Vorteilen bei Informationsgewinnung und -kosten führen, die eine Mehrrendite erklären? Die Studie „Generative AI and Asset Management“ der an verschiedenen US-Universitäten forschenden Finanzwissenschaftler Sheng, Sun, Yang und Zhang geht dieser Frage nach.

Generative KI – Qualitätssprung oder Hype?

Generative Künstliche Intelligenz, wie sie etwa ChatGPT verkörpert, stellt nach Einschätzung von Sheng et al. einen qualitativen Sprung in der Entwicklung künstlicher Intelligenz dar, der rund 5 Jahre benötigte. 2017 wurde die für generative KI bahnbrechende Arbeit über ein Transformer- bzw. Aufmerksamkeitsmodell „Attention Is All You Need“ veröffentlicht. Der Durchbruch bei der Anwendung erfolgte im März 2022 mit ChatGPT 3.5. Nach Veröffentlichung im Herbst 2022 nahm die Nutzung rasend schnell zu. Ein Grund war neben der überlegenen Leistungsfähigkeit bei der Analyse und Generierung „qualitativer“ Informationen wie Texte, Bilder etc. auch die Benutzerfreundlichkeit.

Wenn generative KI die Informationsquellen partiell deutlich besser ausbeutet als andere KI, sollten Asset Manager, die ChatGPT nutzen, gegenüber Nichtnutzern Informationsvorteile haben und diese in positives Alpha ummünzen können. Der Einwand dagegen lautet: Wenn generative KI für wenig Geld einfach zu bedienen ist, wird sie von den meisten – im Grenzfall allen – aktiven Managern genutzt. Das sollte aber zu einer Verringerung der Informationsasymmetrien in der Geldanlage und damit auch der Alphanifferenzen führen. Wie sieht es in der Praxis aus?

Sheng et al. sind dieser Frage im Segment der Hedgefonds nachgegangen, weil diese den geringsten Restriktionen ausgesetzt sind, als sehr gut informiert gelten und neue Technologien häufig als erste anwenden.



Originales GPT-Modell

Die Autoren konstruieren als Basis für ihre Analyse ein RAI-Maß (Reliance on AI Information). RAI soll die Wirkung der von ChatGPT zusätzlich generierten Informationen auf die Portfolioallokation erfassen.

Die Studie verwendet zwei Informationsarten: Öffentlich zugängliche Fundamentaldaten und Informationen, die ChatGPT auf der Grundlage von Telefonkonferenzen verarbeitete.

Verbreitung von ChatGPT bei Hedgefonds

Nachdem ChatGPT 3.5 verfügbar war, nahm unter Hedgefonds die Nutzung abrupt zu: 2022 wendeten bereits 19 Prozent der in der Studie berücksichtigten Hedgefonds generative KI an. Dies sei, so die Autoren, bemerkenswert, passe aber zu dem immensen Verbreitungstempo von ChatGPT in der breiten Öffentlichkeit.

Hedgefonds führten generative KI umso eher früh ein, je größer sie waren, je aktiver sie bei weniger riskantem Portfolio handelten und je besser ihre vergangene Performance war.

ChatGPT und Performance

Die Analyse ergab, dass Hedgefonds, die ChatGPT früh anwandten, nach Nutzungsbeginn höhere Renditen erzielten. Hedgefonds mit höherem RAI erzielten signifikant höhere Renditen, auch risikobereinigt. Der auf Basis verschiedener Asset-Preismodelle errechnete Effekt ist relativ groß. Teilt man Hedgefonds in Abhängigkeit vom RAI-Maß in Quartile ein, dann geht die interquartile Zunahme von RAI mit einem zusätzlichen Gewinn von 3 bis 5 Prozent der annualisierten abnormalen Renditen (Alpha) einher. Die Wirkung generativer KI auf die Hedgefonds-Performance zeigt sich auch negativ: RAI ist deutlich weniger renditewirksam, wenn ChatGPT-Dienste häufiger ausfallen.

Vorteile bei idiosynkratischen Informationen

Allerdings hängt die Mehrrendite durch generative KI vom Informationsgegenstand wie auch von Fondsmerkmalen ab.

Informationen zur Unternehmenspolitik und

-performance wirkten sich auf die Fondsperformance positiv aus, Informationen zu Makrofaktoren nicht. Generative KI spielt demzufolge insbesondere bei der Analyse unternehmensspezifischer Nachrichten ihre Stärken aus.

Im Hinblick auf Fondsmerkmale konnten vor allem größere und aktivere Hedgefonds erhebliche Mehrrenditen erzielen.

Zu guter Letzt führte der Vergleich von Hedgefonds mit Fonds anderer Kategorien zu dem Ergebnis, dass Letztere durch Anwendung von ChatGPT ihre Renditen nicht signifikant steigern konnten.

Die Mensch-Maschine

Sheng et al. können zudem zeigen, dass eine erfolgreiche Anwendung von ChatGPT trotz Benutzerfreundlichkeit weiterhin zusätzliche Ressourcen wie den Zugriff auf hochwertige Datenpools und insbesondere auf Fachkompetenz erfordert. Hedgefonds mit KI-qualifiziertem Personal setzten generative KI viel erfolgreicher ein als Hedgefonds ohne solche Fachkräfte. Das passt zu folgender Selbstbeschreibung von ChatGPT 4.0: „Es klingt vielleicht so, als würde sich ChatGPT selbst trainieren, aber das ist nicht der Fall. Das Modell benötigt immer menschliche Anleitung und Supervision. Die KI wird von Ingenieuren und Forschern trainiert, die die Daten bereitstellen, Trainingsmethoden festlegen und das Modell überwachen.“

Das bedeutet, dass positives Alpha durch Anwendung generativer Künstlicher Intelligenz immer noch auf Menschliche Intelligenz angewiesen ist, die auf Künstliche Intelligenz trainiert ist.

Daraus ziehen die Autoren den Schluss, dass generative KI möglicherweise die Performance- bzw. Alphaunterschiede in der Geldanlage nicht verringert, sondern vergrößert.

[LINK ZUR STUDIE: GENERATIVE AI AND ASSET MANAGEMENT](#)

Ausblick 2025

DIE REGULATORIK FÜR WERTPAPIERINSTITUTE BLEIBT WEITERHIN IM FLUSS

Von Jürgen App

Ende 2024 und auch für das kommende Jahr 2025 stehen Wertpapierinstitute in Deutschland wiederum vor zahlreichen wichtigen regulatorischen Herausforderungen, insbesondere durch verschärfte EU-weite und nationale Anforderungen. Ein Überblick über Aktuelles und Kommendes wird im Folgenden gegeben:

1. DORA: Der von der EU initiierte Digital Operational Resilience Act (DORA) hat die Sicherheit der Unternehmen mit Dienstleistern im Bereich Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) zum Gegenstand, insbesondere auch Cloud-Service-Provider, Softwareanbieter, Datenanalysedienste und Rechenzentren. Es erfolgen eine verstärkte Überwachung und neue Anforderungen an das Risikomanagement sowie die Berichterstattung, insbesondere in Bezug auf Cybersecurity. Die Regelungen treten am 17. Januar 2025 in Kraft und beschäftigen derzeit viele Institute intensiv. Bereits im Rahmen der Prüfungen des Jahres 2024 dürfte die BaFin ein Interesse an den ergriffenen Maßnahmen zur Umsetzung von DORA haben. Dabei ist auch von Interesse, inwieweit Compliance/Interne Revision mit einbezogen sind.

2. WPI-MaRisk: Dem Vernehmen nach ist für das erste Quartal 2025 eine Konsultationsfassung der BaFin geplant. Die Branche der Wertpapierinstitute fiebert hier seit mehreren Jahren einer Regelung entgegen, in der Hoffnung ein -im Vergleich zum „großen Bruder“ der MaRisk für Kreditinstitute- vereinfachtes Regelwerk vorzufinden. Span-



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

nend wird sein, inwieweit Vereinfachungen nach dem Grundgedanken der Proportionalität konkretisiert und kodifiziert werden, ob die BaFin Vereinfachungen beim Beauftragtenwesen und bei einzelnen Funktionen zugesteht und ob die Anforderungen an das Risikomanagement auf ein für diese Institutsgruppe zielführendes Maß angepasst werden.

3. MELDEWESEN: Die Bundesbank plant erneut Änderungen beim Meldewesen durch Überführung weiterer Meldungen in ihr PRISMA-System. Dabei sollen u.a. auch die Quartalsmeldungen zukünftig (nach derzeitiger Planung ab Ende 2025) über XBRL gemeldet werden. Dies wird den Erstatlern dieser Meldungen Einiges an Anpassungsaufwand abverlangen.

4. PRÜFER-ROTATION: Die bereits seit längerem bekannte 10-Jahres-Pflichtrotation des Abschlussprüfers für die gesetzliche Abschlussprüfung bei Wertpapierinstituten wurde im § 77 Abs. 1 S. 2 WpIG umgesetzt. Hiervon sind aktuell viele langjährige Mandatsbeziehungen bei der gesetzlichen Abschlussprüfung, und in absehbarer Zeit auch bei WpHG-Prüfungen, betroffen, die beendet werden müssen. Hinsichtlich des geforderten Cooling-Off-Zeitraums bestehen bisher keine durch die BaFin konkret benannten Anforderungen. Gut bedient ist hier, wer es schafft mit altem und neuen Abschlussprüfer eine effiziente Lösung für eine reibungslose Überleitung zu finden.

5. VARIABLE MITARBEITER-VERGÜTUNGEN: Gemäß Änderungen in den MaComp soll pflichtwidriges Verhalten bei der Bemessung von variablen Vergütungen für Mitarbeiter berücksichtigt werden. Außerdem sollen nachträgliche Anpassungskriterien und Regelungen zu einer verzögerten Auszahlung in die unternehmensinternen Vergütungssysteme aufgenommen werden. Noch strengere Anforderungen bestehen ab 2025 für mittlere Wertpapierinstitute durch die neue WpIVergV. Diese haben einen Gesamtbetrag der variablen Vergütungen festzusetzen; außerdem bestehen Vorgaben zu einer hälftigen unbaren Auszahlung, zur teilweisen Zurückbehaltung variabler Vergütungen und es muss institutsindividuell definiert werden, was als „besonders hohe Vergütung“ gilt.

6. KRYPTO: Der Umgang mit neuen Produktarten, etwa im Zusammenhang mit digitalen Assets, erfordert eine genaue Prüfung, um regulatorische Unsicherheiten zu vermeiden. Für Wertpapierinstitute mit den typischen Erlaubnisgegenständen wie Portfolioverwaltung bzw. Vermittlung stehen demnächst Änderungen an, sofern im Rahmen des Geschäfts auch Kryptowerte als Produkte eingesetzt werden. Diese sind bisher als Finanzinstrumente iSd für die Wertpapierinstitute maßgebenden WpIG definiert und somit durch die bestehende BaFin-Erlaubnis abgedeckt. Zukünftig wird im Kontext der europäischen Verordnung MiCAR diese Definition jedoch geändert werden, so dass Kryptowerte als Produkte nicht mehr durch die bestehende Erlaubnis abgedeckt sind. Die neuen Vorschriften gelten ab dem 30. Dezember 2024. Für Wertpapierinstitute, die schon davor bestimmte Kryptowerte als Produkte einsetzen, bestehen jedoch Erleichterungen. Es gilt zum einen eine Übergangsfrist bis 31. Dezember 2025. Zum anderen muss dann diesbezüglich kein formelles Erlaubnisverfahren durchlaufen werden, sondern diese Kryptowerte können dann zukünftig durch ein vergleichsweise einfacheres Notifizierungsverfahren erlaubniskonform eingesetzt werden.

7. ZWEI-GESCHÄFTSLEITER-ANFORDERUNG: Die BaFin fordert nunmehr in einem kürzlich veröffentlichten Merkblatt auch bei Wertpapierinstituten in

vielen Fällen mindestens zwei Geschäftsleiter. Sie orientiert sich dabei u.a. an folgenden Tatbeständen, bei deren Vorliegen – auch bei kleinen Wertpapierinstituten – zwei Geschäftsleiter gefordert werden: a) erfolgte Notifizierung zur Erbringung von grenzüberschreitenden Wertpapierdienstleistungen in einem anderen Vertragsstaat der EU/des EWR, b) wesentlicher Gegenstand des Geschäfts bezieht sich auf Produkte, die für Kunden mit erweiterten Kenntnissen/Erfahrungen bestimmt sind und c) Vielzahl vertraglich gebundener Vermittler (Regelvermutung ab 50 vgV). Das Merkblatt gilt für alle Unternehmen, die aktuell einen Erlaubnis(erweiterungs)antrag stellen. Für Wertpapierinstitute mit einer bestehenden Erlaubnis gilt das Merkblatt nach einer Übergangsfrist von einem Jahr nach dessen Veröffentlichung (11. September 2024).

8. BAFIN-REGISTER FÜR ANLAGEBERATER U.A.:

Durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz II soll (laut Entwurf von Ende August 2024) die Anzeigepflichtung in das BaFin-Register für Anlageberater, Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte sowie von Beschwerden von Privatkunden zum Mitarbeiter- und Beschwerderegister entfallen. Es bleibt abzuwarten, ob dies auch noch in der - bisher nicht vorliegenden - Endfassung des Gesetzes so, geregelt wird.

Fazit und weiterer Ausblick

Die regulatorischen Herausforderungen für Wertpapierinstitute in Deutschland sind vielfältig. Im Jahr 2025 werden weitere neue Regelungen erwartet, die vor allem die Themen digitale Finanzprodukte und die Anpassung an EU-Vorgaben weiter vorantreiben werden. So waren beispielsweise auch die rechtlichen Rahmenbedingungen und Folgen des Einsatzes von KI-Systemen bislang nicht geregelt. Mit dem Inkrafttreten der europäischen KI-Verordnung, auch AI-Act genannt, ändert sich dies nun. Die am 13. März 2024 vom Europäischen Parlament verabschiedete Verordnung muss in großen Teilen ab 2026 umgesetzt werden. Wertpapierinstitute müssen ihre Compliance- und Risikomanagement-Kapazitäten und -Strategien auch zukünftig kontinuierlich anpassen, um diese Herausforderungen zu meistern.

Ein offensiver Baustein für das Stiftungsvermögen

Wikifolio Zertifikat

+ 717 %

Performance 10 Jahre

(Durchschnittliche Performance pro Jahr: 22,6 %)

Management: Dr. Elmar Peine

Das Polit Büro

Zu Risiken und Nebenwirkungen lesen Sie die Details und fragen Sie Ihren Berater.

ELTIF 2.0

ELTIFS: VON DER SPITZE IN DIE BREITE?

Privatmärkte waren bisher vor allem der Spitze der Vermögenspyramide vorbehalten. Werden sie durch ELTIFs zum gängigen Vehikel auch in deren Mitte oder noch weiter unten?



Das Hauptgebäude der „European Securities and Markets Authority“ (ESMA) in Paris. Die ESMA ist unter anderem für die ELTIF-Regulierung zuständig.
Bildquelle: ESMA

weite Welt der Geldanlage zunächst Privileg der Reichen und Institutionellen, konnten nun – ähnlich wie in der Tourismus-Branche – auch weniger Betuchte das Anlageuniversum bereisen. Allerdings mit Reichweitengrenzen, die durch Vermögensdifferenzen markiert sind. Denn das Kleinanleger-Universum war und ist immer noch die meist fondsvermittelte Welt der Aktien, Anleihen und Immobilien. Jenseits davon wuchsen jedoch neue Anlageklassen heran, deren Werte nicht an regulierten Börsen gehandelt werden, wie: Private Equity, Private

Im 17ten oder 18ten Jahrhundert war die Grand Tour durch Europa noch den Söhnen des Adels vorbehalten. Gegen Ende des 20ten Jahrhunderts war aus dieser Keimzelle des Tourismus bereits ein klassenloses Phänomen geworden: Billigflüge und standardisierte Reise-Infrastrukturen machten die Reise in die weite Welt hinaus auch für subelitäre Schichten obligatorisch. Die Wenigen mit großem Vermögen waren vorangegangen, die Vielen mit kleinem Vermögen hatten nachgezogen. Ein Trickle-down-Effekt, wie er im Buche steht auch in vielen anderen Bereichen moderner, dynamischer Gesellschaften, beispielsweise bei der Geldanlage.

In breiten Bevölkerungsschichten wurde das lange autokratisch herrschende Sparbuch in den letzten Jahrzehnten zunehmend durch Fonds in Schach gehalten oder ganz entmachtet: War die

Debt, Hedge Funds, Infrastructure. Dieser Weltausschnitt der alternativen Anlagen ist bislang Domäne der Vollprofis und Vermögenden geblieben. Er galt in der breiten Öffentlichkeit jedoch auch lange als jener verworfene Ort, an dem die Dämonen der Profit-Profis finster walten. Dem Fremdausschluss korrespondierte der Selbstausschluss der Kleinanleger. Deren Gelder entfalten jedoch gleichfalls Macht, wenn auch erst in aggregierter Form. Das fiel irgendwann auch EU-Institutionen auf und erweckte ihr Interesse an der Retail-Klasse. Das begründeten sie damit, dass europaweit immense Gelder für Investitionen in digitale und energetische Infrastrukturen sowie andere langfristige Projekte erforderlich seien. Dabei könne man auf das Potential der Retail-Investoren nicht verzichten. Es startete die erste Phase eines Produktentwicklungsprozesses, an deren Ende der

European Long-Term Investment Fund (ELTIF) der Version 1.0 stand. Seit Dezember 2015 wurde in diesem Rahmen der Versuch unternommen, die bisher geschlossene Gesellschaft der Institutionellen und Vermögenden auch für Kleinanleger zu öffnen. Ob der ELTIF irgendwann zum „Volksvehikel“ wird, bleibt allerdings abzuwarten. Es handelt sich um ein evolutionsberechtigtes Projekt: nach den Erfahrungen mit der Version 1.0 und einer Reflexionsperiode wird seit Januar 2024 Version 2.0 umgesetzt. Das neue Rahmenwerk nahm allzu einengende Regulierungen und Mindestbedingungen zurück. Die Flexibilisierungen sollen den Asset Managern mehr Spielräume gewähren und die Höhe der verbleibenden Hürden der Vermögensgröße und dem Kenntnisumfang von Retail-Kunden anpassen. Man erwartet daher Wachstum sowohl beim Produktangebot wie auf der Nachfrageseite. Der Markt sollte entsprechend expandieren.

Jüngste Marktentwicklung

Die umfassendste einschlägige Markt-Studie für den deutschsprachigen Raum erstellt seit einigen Jahren regelmäßig Scope. In der jüngsten Studie vom Mai 2024 analysierte das Ratinghaus den ELTIF-Markt 2023 und präsentierte Ergebnisse einer im Frühjahr 2024 durchgeführten Umfrage unter 34 Asset Managern.

Zwar würden, so die Scope-Studie, viele Fondsanbieter durchaus hohe Erwartungen an ELTIFs knüpfen, aber es gebe auch etliche bremsende Kräfte. Ein entscheidender Faktor des Erfolgs seien laut Scope-Umfrage die Private-Banking-Abteilungen der großen Banken und Vertriebe; sie müssten die Möglichkeiten der Variante 2.0 den breiteren Kundensegmenten nahebringen und nicht nur einer kleinen Anlegerelite. Bisher hätten sich aber hier das geringe Produktangebot und bescheidene Fondsvolumina als Hemmschuhe erwiesen. Scope identifiziert als Wachstumsbremse zudem den Beratungsaufwand, der deshalb sehr hoch sei, weil viele Retail-Anleger mit den intern sehr heterogenen und von den Öffentlichen in vielem sich unterscheidenden Privaten Märkten, mit den hier üblichen Abläufen und mit den Ertragscharakteristika bzw. Risiken noch nicht vertraut seien.

Wie entwickelte sich der ELTIF-Markt in jüngster Zeit?

Scope zählte für 2023 im Euro-Raum 95 ELTIFs von 41 unterschiedlichen Asset Managern; im Laufe des Jahres seien 20 neue ELTIFs lanciert wurden.

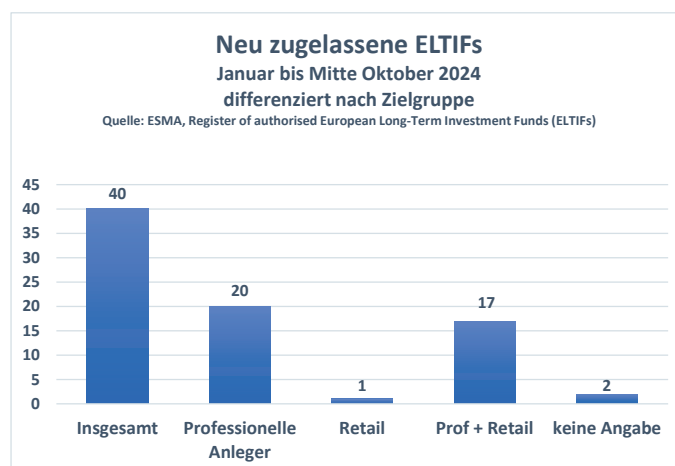
Einen aktuellen Markt-Überblick bietet das online zugängliche „[Register of authorised European long-term investment funds \(ELTIFs\)](#)“, eine Excel-Tabelle der europäischen Regulierungsbehörde ESMA, in der die zugelassenen ELTIFs verzeichnet sind. Stand Mitte Oktober 2024 verzeichnet die Liste 124 zugelassene ELTIFs, wovon 51 in Deutschland vermarktet werden.

Zwischen Januar (d.h. ab 10. Januar) und Mitte Oktober 2024 wurden 40 ELTIFs zugelassen, davon werden 14 auch in Deutschland vermarktet. Das ist also schon nach 9 Monaten das Doppelte der Zulassungen von 2023, allerdings verharren wohl etliche ELTIFs längere Zeit in den Startblöcken bis zum Startschuss für das Regime 2.0.

Die ESMA differenziert in ihrer Excel-Tabelle ELTIFs nach drei Investoren-Kategorien: Institutionelle bzw. professionelle Anleger (Prof), Nichtprofessionelle Anleger / Kleinanleger (Retail) und Prof- und Retail-Anleger gemeinsam.

Für nicht alle, aber für die weitaus meisten ELTIFs liegt diese Information vor. Gemäß ESMA-Liste sind 50 ELTIFs nur für Prof-Anleger gedacht, 17 nur für Retail-Investoren und 50 sowohl für Retail und Prof.

ELTIFs bis 2019 waren überwiegend für Prof-Investoren konzipiert, 2020 und 2021 überwogen



die Retail- sowie die Retail+Prof-Variante, 2022 bis Frühjahr 2024 dominierte die Kombination Retail+Prof, danach lagen klar die Prof-Investoren vorne. Denn unter den 40 ELTIFs, die zwischen 10. Januar und Mitte Oktober zugelassen worden sind, waren 20 für Prof, 17 für Retail+Prof (die vor allem im Januar, Februar und März an den Start gingen), 1 für Retail und bei 2 fehlt die Angabe.

Das heißt erstens, dass ELTIFs, mit deren Start man auf das seit 10. Januar angewandte ELTIF 2.0-Regime gewartet hatte, für Retail+Prof konzipiert waren. Zweitens sind aber seit April ELTIFs überwiegend nur für Prof-Investoren aufgelegt worden. Man müsste sich das natürlich genauer anschauen, aber auf den ersten Blick spricht das nicht dafür, dass die Bemühungen der EU-Institutionen, diese Vehikel für Retail- bzw. Kleinanleger zu öffnen, in diesem Jahr wirklich gefruchtet haben – sondern eher für das Gegenteil, d.h. für eine gewisse Konzentration auf das herkömmliche Zielpublikum aus der „geschlossenen Gesellschaft“.

Retail-Schwellen

Dirk Holz, der als Vorsitzender der Geschäftsführung und Chef des Portfoliomanagements bei Commerz Real auch mit dem hauseigenen ELTIF Klimavest befasst ist, sagte uns im Gespräch, dass selbst im Retail-freundlichen Klimavest die durchschnittliche Anlagesumme weit über dem für Kleinanleger typischen Betrag liege (siehe Interview mit Dirk Holz in dieser Ausgabe). Das war bisher unter ELTIF 1.0 auch regulatorisch bedingt, weil die Mindestanlagesumme 10.000 Euro betrug. Die ist jetzt weggefallen. In Verbindung mit Vorgaben für die Diversifikation, die auch gelockert worden sind, konnten die regulatorischen Auflagen nur erfüllt werden bei einem Geldvermögen ab 100.000 Euro aufwärts. Nicht jeder Kleinanleger kann so viel Geld in Finanzinstrumente stecken.

Auch andere Kenner der Szene gehen davon aus, dass ELTIFs zunächst weiterhin vor allem in den oberen Lagen der Vermögenspyramide Investoren suchen und finden werden: im Private-Banking- und im semi-institutionellen Bereich oder auch noch im gehobenen Privatkunden-Bereich,

während offen bleibt, ob überhaupt oder ab wann das Segment der typischen Kleinanleger in größerem Umfang „beigemischt“ wird.

Dirk Holz machte in unserem Gespräch auch deutlich, dass etliche gravierende Unterschiede zwischen Institutionellen Investoren, die in geschlossenen Fonds sozialisiert worden sind, und Kleinanlegern bestehen. Das fängt bei den Kenntnissen in diesen schwer zu durchschauenden Märkten an, betrifft die Verschiedenheit der Investitionsprozesse und wirkt sich nicht zuletzt in unterschiedlichen Renditevorstellungen aus. Retailkunden sind zudem – anders als Institutionelle – an ausreichender Liquidität bei Anlagen in einem an sich illiquiden Segment interessiert, sie möchten gerne einsteigen und vor allem aussteigen, wann sie es für richtig erachten. Weil also zwischen Prof- und Retail-Anlegern viele fundamentale Differenzen bestehen, dürfte die Kombination Prof / Retail in einem ELTIF eine erhebliche Herausforderung darstellen.

Einige Unterschiede und Vergleichsprobleme

Was ermöglicht einen langfristigen Erfolg des ELTIFs? Die einfachste und am weitesten verbreitete Antwort heißt: eine langfristig gute Performance. Hohe erwartete Renditen beflügeln die Phantasie meist deutlich mehr als die korrespondierenden Risiken. Aber das Risiko muss eben auch passen – zur Rendite – d.h. hier wären risikoadjustierte Renditen zu betrachten – wie selbstverständlich zu den Risikopräferenzen des Investors. Das gilt für ELTIFs wie für jedes andere Anlagevehikel.

Allerdings beginnen hier auch schon mögliche Schwierigkeiten, die gleichfalls aus Differenzen zu öffentlichen Märkten resultieren.

Die Angabe der Renditehöhe von Investitionen auf Privatmärkten können oftmals nicht unbesehen mit Renditen gleicher Höhe auf öffentlichen Märkten gleichgesetzt werden. Das zeigen insbesondere Studien zu Investments in Private Equity ([hierzu ein Studienüberblick im Private Banker: Welt der Beteiligungen](#))

Demzufolge gilt bei Investments in Private Equity häufig ein etwas esoterisch anmutender Lehrsatz 1, der beispielsweise besagt: „10 Prozent

sind nicht gleich 10 Prozent“. Der Grund ist, dass die Methoden der Renditeberechnung auf typischen illiquiden Märkten sachlich bedingt andere sind als auf öffentlichen Märkten. Um aus dem in der Schule nicht geschätzten Lehrsatz 1 den gewöhnlichen tautologischen Lehrsatz 2 „7 Prozent sind gleich 7 Prozent“ zu machen, berechnen Finanzwissenschaftler gerne die Privatmarkt-Renditen in Form eines Öffentlichen-Markt-Äquivalents; dabei wird z.B. ein geeigneter Aktienmarkt als Benchmark gewählt und die Privatmarkt-Rendite in diesem Referenzsystem ausgedrückt. Wenn sich dann für ein Private-Equity-Investment 7 Prozent ergeben, dann entspricht das, so die Idee, gleich 7 Prozent auf öffentlichen Märkten. Schaut man nun wieder auf die für illiquide Assets spezifische Berechnungsmethode, dann kann sich daraus der in der Schule ebenfalls nicht gelehrt Satz 3 ergeben, nämlich: 10 Prozent sind gleich 7 Prozent. Das wäre der Fall, wenn man in unserem Private-Equity-Beispiel mit der branchentypischen Berechnungsmethode auf 10 Prozent Rendite käme, während die Äquivalenz-Rendite in Begriffen eines öffentlichen Marktes nur 7 Prozent betrüge.

Das Problem stellt sich auch beim Risiko, da es sich hier – egal wie man Risiko definiert – um Rendite-Veränderungen im Zeitverlauf handelt. So wird kritisch darauf hingewiesen, dass die üblichen Risikomaße für liquide Assets, wie etwa die Volatilitäten, die Risiken auf illiquiden Märkten nur unvollständig erfassen und daher das „wahre“ Risiko eher unterschätzen. Häufig werden daher andere Maße und Verfahren verwendet, um Risiken adäquat abzuschätzen.

Ein weiterer Unterschied betrifft die Chancen und Risiken des Asset Managements. Öffentliche Märkte sind meist relativ informationseffizient, das gilt insbesondere für die wissenschaftlich am intensivsten und permanent durchleuchteten US-Aktienmärkte. Wer hier anlegt, kann kaum auf dauerhafte Informationsvorteile setzen. Privatmärkte sind in der Regel deutlich intransparenter und schwerer zu durchschauen und somit sehr viel weniger informationseffizient. Das mit dem beschränkten Durchblick gilt übrigens auch für Finanzwissenschaftler, die statistisch geeignete öffentliche

Informationen (also massenhaft vorliegenden Daten) verarbeiten und damit ihrerseits wieder (ver) öffentlich(t)e Informationen produzieren – wäre es anders, wäre der Markt effizient. Das ist aber äußerst reizvoll für die „Kunst“ der Geldanlage und das ideale Aktionsfeld eines aktiven Managements, das auf die Ausbeutung von spezifischen Informations- und Wissensvorsprüngen im Verhältnis zu anderen Asset Managern abzielt. Und das gelingt auf Privatmärkten Studien zufolge einem Teil der Manager durchaus sehr gut. Ebenso wie es einem Teil ziemlich misslingt. Daraus resultiert, dass auf Privatmärkten große Ertragsunterschiede einzelner Manager zu beobachten sind. Und deshalb ist es wichtig, solche Manager zu identifizieren.

Zugleich ergeben sich, und das ist ein weiterer Unterschied, für Privatmärkte-Fonds in der Regel höhere Kosten, die in manchen Subkategorien, wie Private Equity oder Private Debt, auch aufgrund der Kostenstruktur deutlich über dem von öffentlichen Märkten her Gewohnten liegen. Deshalb sollte man sich auch die Kosten und ihre Komponenten genauer anschauen.

Schluss

ELTIFs verpacken Investitionen in illiquide private Assets in Formen, die sie auch für „Kleinanleger“ zugänglich und attraktiv machen sollen. Man wird sehen, wie diese Zielgruppe in den nächsten Jahren auf diese Angebote reagiert.

Es sollte auch klar sein, dass gerade Anleger, die bisher an öffentliche Märkte gewöhnt sind, die vorhandenen Beratungs- und Informationsmöglichkeiten auch aktiv wahrnehmen sollten. Denn zum einen bestehen, wie angedeutet wurde, grundlegende Unterschiede zwischen privaten und öffentlichen Märkten. Zum anderen gibt es auf den Privatmärkten eine große Bandbreite von Asset-Arten und -Unterarten. Die generalisierende Rede von „Private Markets“ verführt dazu, beim Blick von außen auf die Black Box die starke interne Heterogenität zu unterschätzen. Die Geldanlage in der Black Box erfordert zwar auch bei einer relativ benutzerfreundlichen Oberfläche von retailgeeigneten ELTIFs eine gewisse Einarbeitung. Aber die kann sich lohnen.

ELTIF

PRIVATANLEGER KÖNNEN JETZT WIE DIE PROFIS IN INFRASTRUKTUR INVESTIEREN

Klaus Weber, Geschäftsführer PATRIZIA GrundInvest

Für Privatanleger öffnet sich gerade eine neue Welt: die der Infrastrukturinvestments. Dass Infrastruktur enormes Potenzial bietet, wissen institutionelle Investoren schon seit Langem. Aber für Privatanleger waren die Partizipationsmöglichkeiten sehr eingeschränkt. Bis jetzt.

Denn seit diesem Jahr gelten neue europaweite Regeln für die Auflage von langfristig investierenden Investmentfonds. Umgangssprachlich wird das neue Reglement ELTIF 2.0 genannt. Was technisch klingt, ist tatsächlich eine kleine Revolution.

Bereits mit der ursprünglichen Einführung des sogenannten ELTIF (European Long-Term Investment

Fund) vor neun Jahren wollte die EU-Kommission das Investieren in langfristige Vermögenswerte wie Infrastrukturprojekte oder Immobilien erleichtern. Die Überlegung dahinter ist klar: Die Investitionsaufgaben der nächsten Jahre sind gewaltig – und „nur“ aus den Staatshaushalten nicht zu finanzieren. Die Mobilisierung von privatem Kapital ist also essenziell.

Zwar wurden infolge der ersten ELTIF-Verordnung durchaus entsprechende Produkte aufgelegt. Insgesamt aber erwies sich das Regelwerk als zu restriktiv, um für das erwartete Interesse zu sorgen. Erst die aktuelle Reform bringt den Markt nun in Schwung. Neu ist jetzt unter anderem, dass keine Mindestanlagesumme mehr vorgeschrieben ist. Nun können Anbieter solche Produkte für jedermann zugänglich machen, zum Beispiel auch über Sparpläne.

Weniger augenfällig, aber nicht minder weitreichend, ist die Erweiterung des erlaubten Anlagespektrums von ELTIFs. Sie können nun in vielfältige Anlageobjekte investieren, zum Beispiel auch in Spezialfonds, die nur institutionellen Anlegern zugänglich sind. Der ELTIF kann nun als ein solcher Institutioneller auftreten und seinen Privatanlegern den Weg zu Assets ebnen, die bislang außer Reichweite waren.

Klaus Weber ist seit der Gründung der PATRIZIA GrundInvest im Jahr 2015 an Bord. Bis zu seiner Berufung in die Geschäftsführung im März 2024 leitete er den Vertrieb. Mit rund 30 Jahren im Bereich der Investmentvermögen für private, semiprofessionelle und professionelle Anleger und einem verantwortlich platzierten Eigenkapital von rund eine Milliarde Euro verfügt er über umfangreiche Erfahrungen mit Sachwertefonds



Dabei bietet Infrastruktur die Möglichkeit, an gleich mehreren langfristigen Megatrends wie Digitalisierung, Urbanisierung, Energiewende oder auch dem Wandel der Lebensgewohnheiten zu partizipieren. Hier eröffnen sich Anlagemöglichkeiten, die weit über die Beteiligung an Photovoltaik- oder Windparkprojekten hinausgehen. Kapitalstarke institutionelle Anleger haben viel mehr Möglichkeiten, diese Themen zu bedienen.

Dass zum Beispiel Investitionen in die Glasfaser- und Mobilfunknetze dringend erforderlich sind, erleben viele täglich in ihrem Alltag. Ein anderer Ansatzpunkt ist die Umrüstung bestehender Netze mit „smarten“ digitalen Technologien, die für mehr Effizienz und weniger Treibhausgasemissionen sorgen. Aber auch Investitionen in soziale Infrastruktur wie Kindergärten oder Pflegeheime werden benötigt und eröffnen daher Anlagechancen.

Über einen ELTIF haben Anbieter die Möglichkeit, ein Portfolio verschiedenster attraktiver Assets zusammenzustellen. Neben Direktbeteiligungen an Infrastrukturanlagen sind auch außerbörsliche Beteiligungen an Unternehmen des Sektors möglich. Auch Kreditvergaben an solche Unternehmen (Stichwort „Private Debt“) bieten interessante Investitionsmöglichkeiten. Schließlich kommen auch Anteile an Publikums- oder Spezialfonds infrage.

Der Erwerb von Fondsanteilen kann eine interessante Option sein, weil hochspezialisierte Manager entsprechender Themenfonds die Möglichkeit haben, den breiteren Markt deutlich outzuperformen. Sie verfügen oft über tiefgehende Expertise, um attraktive Projekte zu erkennen und einzuschätzen, und sind am Markt gut vernetzt, sodass sie entsprechende Angebote erhalten oder von Kaufgelegenheiten überhaupt erst erfahren. Die spannendsten Spezialfonds sind allein schon wegen hoher Mindestzeichnungssummen für die meisten Privatanleger unzugänglich. Der Umweg über einen ELTIF beseitigt diese Hürde. Außerdem spielt die Risikostreuung eine große Rolle. Ein einzelner spezialisierter Zielfonds unterliegt oft gewissen Klumpenrisiken. Ein ELTIF kann mit einem diversifizierten Portfolio solche Risiken streuen.

Anbieter von ELTIFs haben unter dem neuen Regime auch größere Freiheiten hinsichtlich der Gewichtung einzelner Portfoliobestandteile und dem Halten von liquiden Mitteln. Eine Mindesthaltefrist für Privatanleger, wie sie ursprünglich galt, ist nicht mehr vorgeschrieben, die Vorschriften bezüglich Kündigungsfristen wurden gelockert. Allerdings sind die Anbieter frei, solche Restriktionen selbst einzuführen. Da es sich bei Infrastrukturinvestments in der Regel um langfristige Anlagen handelt, die nicht jederzeit verkauft werden können, machen die meisten Produktanbieter von dieser Möglichkeit Gebrauch – und das ist auch gut so.

Fazit: Verschiedene Anbieter nutzen bereits die Möglichkeiten, die der ELTIF 2.0 bietet, und viele weitere dürften folgen. Einige der neuen Produkte machen Projekte für Privatanleger zugänglich, die bislang Institutionellen vorbehalten waren. Zugleich können sie eine Risikostreuung abbilden, die sonst nur innerhalb eines sehr großen Portfolios möglich wäre. Privatanleger haben damit erstmals realistische Möglichkeiten, Zukunftsthemen wie zum Beispiel die Dekarbonisierung der Infrastruktur zu spielen.

ELTIF-Reform

„FÜR STIFTUNGEN, DIE REAL ASSETS AUSPROBIEREN WOLLEN, SIND RETAIL-ELTIFS SEHR GUT GEEIGNET“

Wir sprachen im Rahmen unseres an Stiftungen adressierten Schwester-Magazins RenditeWerk mit Dirk Holz über die Reform und den Markt der European Long Term Investment Fonds (ELTIF) und veröffentlichen das Interview auch an dieser Stelle. Dirk Holz ist Vorsitzender der Geschäftsführung der Commerz Real und als Leiter Portfoliomanagement auch mit dem Klimavest, einem der ältesten und größten in Deutschland vertriebenen ELTIFs befasst. Wir wollten von Dirk Holz wissen, ob der seit Januar 2024 umgesetzte Rahmen 2.0 ELTIFs dem erklärten Ziel näherbringt, Anleger, und das heißt auch Stiftungen, mit kleinerem und mittlerem Vermögen an Privatmarkt-Investitionen heranzuführen.

Herr Holz, weshalb gibt es ELTIFs?

Dirk Holz: Bis zur Einführung von ELTIFs im Jahr 2015 war es in Europa für Kleinanleger sehr schwer, in Private Fonds zu investieren – von Immobilienfonds abgesehen. Private Assets blieben weitgehend Institutionellen und sehr vermögenden Anlegern vorbehalten. ELTIFs sollten auf europäischer Ebene diese Anlageklassen auch Retail-Investoren zugänglich machen. ELTIFs waren zunächst jedoch zu stark reguliert und limitiert, als dass daraus eine Erfolgsgeschichte hätte werden können. Von den wenigen – vielleicht 75 bis 80 – ELTIFs waren die meisten auf institutionelle Investoren zugeschnitten, nur wenige waren für Kleinanleger konzipiert, darunter auch der Klimavest. Allerdings beträgt auch bei uns das durchschnittliche Anlagevolumen ca. 50.000 Euro, das ist deutlich über einem typischen Kleinanleger-Betrag.

Die Europäische Kommission wollte ursprünglich gemischte ELTIFs für Retail-Kunden und Professionelle Anleger. Das hat sich aber unter dem Regime ELTIF 1.0 nicht wirklich durchgesetzt und wird wahrscheinlich auch in Zukunft unter dem neuen Regime ELTIF 2.0 nicht im Markt angeboten.

Was sind aus Ihrer Sicht die wichtigsten Veränderungen im ELTIF-2.0-Regime? Vielleicht zunächst für die Anleger.

Dirk Holz: Die Veränderungsliste ist lang, ich beschränke mich daher auf einige großen Themen, die das ELTIF-Produkt wettbewerbsfähiger machen



Dirk Holz ist Vorsitzender der Geschäftsführung der Commerz Real Funds Management in Luxemburg.

und einen gewissen Freiraum für die Asset-Manager schaffen sollen.

Bisher waren für Anleger 10.000 Euro als Mindestanlage erforderlich, das fällt nun weg. Theoretisch könnte man jetzt auch nur einen Euro investieren. Das hängt zukünftig aber von den Vertriebspartnern ab. ELTIFs sind beratungsintensiv, deshalb wird es wahrscheinlich eine Mindestgröße

geben, vermutlich im vierstelligen Bereich, vielleicht 2.500 bis 5.000 Euro als Beispiel.

Aufgehoben wurde auch die Diversifikationsvorgabe für Kleinanleger. Um die regulatorischen Anforderungen zu erfüllen, war unter ELTIF 1.0 ein Mindestanlagevermögen von 100.000 Euro erforderlich. Das ist eine Schwelle, über die viele Retail-Anleger nicht kommen. Unsere Vertriebspartner, wie etwa die Commerzbank oder verschiedene Sparkassen, sprachen häufig nur Investoren mit mindestens 250.000 Euro Anlagevolumen an.

Was hat sich auf Fondsseite verändert?

Dirk Holz: Von nun an sind auch Dachfonds möglich, die waren unter dem ELTIF-1.0-Regime nicht vorgesehen.

Fremdkapital war bisher auf 30 Prozent gedeckelt, da kann man nun auf bis zu 50 Prozent hochgehen.

Ein wichtiger Punkt ist die Lockerung der Asset-Anbindung. Ein ELTIF konnte nur maximal 10 Prozent des Fondsvermögens in ein einzelnes Vermögensobjekt investieren, pro Sachwert galt ein Mindestvolumen von 10 Mio. Euro. Das wurde alles ein bisschen gelockert, jetzt kann man auf 20 Prozent hochgehen. Da muss man aber auch schauen, welche Real-Asset-Sparten der ELTIF im Fokus hat.

Im Infrastrukturbereich, der für uns relevant ist, sind die Investments mit 50 bis 500 Mio. Euro relativ groß, wenn Sie an Offshore-Parks denken, geht es in die Milliarden. Das sind Riesenbeträge, die man mit dem relativ engen ELTIF-1.0-Korsett kaum investieren konnte, weil man auf die Diversifikation kommen musste. Wenn Sie 500 Mio. haben, ist das schwierig, bei Größen wie bei uns, mit 1,4 Milliarden, ist das einfacher.

Wie ist der Stand der Umsetzung der ELTIF-2.0-Reform?

Dirk Holz: Ursprünglich bestand die Absicht, europaweit ein standardisiertes Produkt aufzulegen.



So weit ist es dann nicht gekommen, man konnte sich auf europäischer Ebene auf solche Standards nicht einigen.

Das wäre aber aus Investorensicht wichtig, um ELTIFs transparenter und besser vergleichbar zu machen.

Auch waren wichtige regulatorische Fragen lange nicht vollständig geklärt, so etwa die technischen Regulierungsstandards im Hinblick auf Mindesthaltfrist und Kündigungsfrist. Man gibt derzeit dem Assetmanagement die Möglichkeit, je nach Liquiditätsmanagement die Haltfrist und die Kündigungsfrist selber zu wählen.

Der Klimavest, der unter ELTIF 1.0 gestartet ist, ist in dieser Hinsicht sowie sehr flexibel: Anleger können täglich in den Fonds einsteigen, und bei einem Anlagevermögen von unter einer halben Million Euro auch täglich aussteigen.

Die Übergangsfrist zur Umstellung auf ELTIF 2.0 läuft bis Januar 2029, erst dann ist das neue Regulierungsregime bindend.

„In geschlossenen Profianleger-Gruppen laufen die Investitions-Prozesse auch ganz anders ab als bei ELTIFs“

Kommen wir zu Stiftungen. Nehmen diese – ich denke hier insbesondere an die vielen kleineren Stiftungen – bereits das ELTIF-Angebot wahr?

Dirk Holz: Es kommt entscheidend darauf an, ob Stiftungen mit Real-Asset-Investments vertraut sind oder nicht. Verfügen sie bereits über Erfahrung und Expertise, dann nutzen Stiftungen geschlossene Fonds, die speziell für eine Assetklasse aufgelegt sind: also z.B. nur für Immobilien oder nur für Infrastruktur. Stiftungen schließen sich dann zusammen mit professionellen Investoren. Die Diversifikation erfolgt über vielleicht 10 verschiedene Fonds und nicht über ein intern diversifiziertes Produkt. Für solche Stiftungen kommen ELTIFs kaum in Frage. In geschlossenen Profianleger-Gruppen laufen die Investitions-Prozesse auch ganz anders ab als bei ELTIFs, zudem sind die Renditeerwartungen deutlich höher. Anders sieht es aus, wenn Stiftungen noch keine Erfahrung mit Real Assets haben oder das Anlagevolumen gering ist. Für Stiftungen, die Real Assets ausprobieren wollen, sind Retail-ELTIFs sehr gut geeignet. Für diese Anlegergruppe ist der Klimavest ebenfalls konzipiert: er ist relativ breit aufgestellt, der Wert wird täglich festgestellt und es besteht laufend die Möglichkeit, aus dem Fonds ein- und auszusteigen.

Das heißt, der Klimavest ist als Einsteigerprodukt für Stiftungen geeignet? Sind solche Retail-ELTIFs auch beratungsintensiver?

Dirk Holz: Der Klimainvest eignet sich definitiv für Stiftungen, die Erfahrungswerte sammeln wollen. Anleger erhalten von uns ein umfassendes Reporting, wir stellen zudem auf der Homepage eine große Menge an Informationen zur Verfügung, um das Produkt möglichst transparent und verständlich zu machen. Bei ELTIFs für Retailkunden besteht die Beratung im klassischen Aufklärungs-Gespräch, das man unterschreiben muss. Das kann bei ELTIFs aufwendiger sein, aber möglicherweise ist das in Zukunft auch digital zu bewerkstelligen.

Sind Anbieter, die bisher das Segment der Institutionellen bedienten, auch bei Auflage eines ELTIFs im Vorteil?

Dirk Holz: Nicht zwingend. Auch für den institutionellen Bereich stellen Retail-ELTIFs eine Herausforderung dar. Denn für Profis sind Transparenzanforderungen, Auskünfte für Berater und Anfragen von Kleininvestoren neu, das müssen sie erst lernen.

Für andere ELTIF-Anbieter dürfte es ein Problem sein, genügend Kapital einzusammeln und das dann auch vernünftig einzusetzen. Hier sind die

Großen im Vorteil. Die führenden US-Häuser haben ganz andere Möglichkeiten zu investieren. Das Volumen macht, wie ich eben schon sagte, etwa im Hinblick auf die Diversifikation einen entscheidenden Unterschied.

Schließlich sind Skaleneffekte sehr wichtig: Der Arbeitsaufwand für das Management bei einem 5-Mio.-Investment ist ähnlich groß wie bei einem 200-Mio.-

Investment. Da haben kleine Fonds

klare Nachteile. Es wird in Zukunft vermutlich auch erfolgreiche ELTIF-Boutiquen geben, das kann schon funktionieren. Aber man kann grob sagen, dass die Mindestgröße des Fondsvolumens bei 500 bis 750 Mio. Euro liegen sollte, alles darunter wird schwierig.

An Privatmärkten kommt es für den Anlageerfolg entscheidend auf die Asset Manager an. Wie sieht es bei ELTIFs aus?

Dirk Holz: Da ELTIFs nicht vollkommen standardisiert sind, muss man sich als Investor schon die Zeit nehmen, sich das Produkt genau anzuschauen: Um was geht es hier überhaupt, was machen die Asset Manager, sind sie aktiv oder passiv orientiert, welche Renditen und Risiken streben sie an, wie sind die Kündigungsfristen? Das ist elementar wichtig, weil davon der Mehrwert abhängt.

Bei uns im Klimavest verfolgen wir einen globalen Managementansatz. Wir machen das Asset Management vollständig intern, auf Ertrags- und Kostenseite. Es gibt andere Ansätze, da kauft das Asset Management Anteile von Windparks, die man dann anderen

„Für uns liegt der langfristig-nachhaltige Zielkorridor der Rendite bei 4 bis 4,5 Prozent p.a.“

Managern überlässt. Wir managen den Park hingegen vollständig selber.

Privatmärkte versprechen oftmals relativ hohe Renditen. Die werden in der Regel anders ermittelt als Erträge an öffentlichen Märkten, eine Gleichsetzung ist problematisch. Wie ist das bei Ihnen?

Dirk Holz: Ja, auf Privatmärkten, etwa Private Equity, werden bei Verwendung des internen Zinsfußes Renditen von 8 bis 12 Prozent p.a. über 10 bis 12 Jahre angestrebt. Wir verwenden eine klassische BVI-Methode, womit sich die Performance relativ gut erfassen lässt. Wir bewerten die Assets quartärllich und versuchen das möglichst transparent abzubilden. Für uns liegt der langfristig-nachhaltige Zielkorridor der Rendite bei 4 bis 4,5 Prozent p.a. Allerdings sind die Benchmarks für Investoren beim Klimavest eher Termingelder, nicht Private Equity.

Bei der Beurteilung der Rendite muss man auch sehen, dass wir wertverzehrende Assets halten. Ein Solarfeld hat eine Laufzeit von 30 bis 40 Jahren, das Land muss gepachtet werden, nach Laufzeit-Ende müssen die Anlagen rückgebaut werden. Dann ist das Investment nichts mehr wert.

Und schließlich erfordern die Ausstiegsmöglichkeiten für Retail-Investoren ein aufwendiges Liquiditätsmanagement, was die Rendite schmälert.

Der Klimavest hat den geringsten Risikograd von 7 möglichen, nämlich 1. Unterschätzen Sie das Risiko, oder wie kommt dieser Wert zustande?

Dirk Holz: Darauf gibt es eine ganz einfache Antwort: Strompreise sind an langfristige Lieferverträge gebunden. In Deutschland ist die Basis das EEG, in Frankreich erhält man einen staatlich vereinbarten Preis, und auch in anderen Ländern haben wir Abnahmeverträge – idealerweise mit Direktabnehmern, etwa einem Datenzentren-Betreiber – mit Laufzeiten von bis zu 20 Jahren. Wir halten zwar auch Assets mit flexibleren Preisen, aber auch hier sichern wir das Portfolio langfristig ab. Bei uns ist zudem wenig Fremdkapital drin, so dass Zinsvolatili-

„... werden wir das ganz große Wachstum bei ETLIFs auch in Zukunft nicht sehen“

täten nicht bedeutsam sind. Und wir haben viele Bestands-Assets, also Objekte, die nicht entwickelt werden müssen, und daher nicht den Risiken etwa von Verzögerungen bei Baugenehmigungen oder den Friktionen von Planungsprozessen ausgesetzt sind. Das führt

insgesamt zu einem geringen Risiko.

Die Risiko-Klassifizierung ist jedoch nicht fix, sie wird jedes Jahr neu berechnet. Da wir den Fonds in Richtung Chancen steuern können, kann sich das Risiko im Zeitverlauf ändern, aber nicht massiv.

Letzte Frage: Wie ist Ihre Prognose für das ELTIF-Vehikel?

Dirk Holz: Real Assets haben sich in den letzten 20 Jahren bei institutionellen Investoren zunehmender Beliebtheit erfreut. Es gibt Pensionskassen, die bis zu 40 Prozent in Alternativen investiert sind. Von dieser Investitionsmöglichkeit blieb bislang der Retail-Bereich ausgeschlossen.

Aber das Potential für Investitionen in Infrastruktur weltweit – um bestehende Infrastruktur zu erneuern, zu erweitern oder durch nachhaltige Lösungen zu ersetzen – ist sehr groß. Institutionelle Gelder allein werden das nicht stemmen können. Deshalb rückt das Retail-Geld zunehmend in den Fokus. Das macht mich, was die Chancen des ELTIF-Vehikels anbelangt, sehr optimistisch.

Ein Wermutstropfen ist allerdings, dass ELTIFs für Anleger lange nicht so transparent sind wie etwa ETFs. Private Märkte sind zudem sehr heterogen. Private Equity, der Kauf von Anteilen an Unternehmen, ist etwas ganz anderes als das, was wir mit dem Klimavest machen. Deshalb ist es für Berater und Investoren sehr schwer, hier einen ausreichenden Durchblick zu bekommen. Eine radikale Standardisierung der ELTIFs hätte diese Schwierigkeiten mildern können. Weil eine solche auch mit ELTIF 2.0 nicht umgesetzt worden ist, werden wir das ganz große Wachstum bei ETLIFs auch in Zukunft nicht sehen.

Herr Holz, wir danken Ihnen für dieses Gespräch.

Erkenntnisse

MINING: BITCOIN UND GOLD – EIN VERGLEICH

BITCOIN: DIGITALES GOLD?

AUTOREN: Dirk G. Baur, Jonathan R. Karlsen, Lee A. Smales, Allan Trench; University of Western Australia Business School; Journal of Commodity Markets; Volume 34, June 2024

ZUSAMMENFASSUNG: Die Studie analysiert Unterschiede zwischen Gold und Bitcoin, indem sie Goldabbau und Bitcoin-Mining vergleicht. Die Autoren schreiben: „Zuerst führen wir eine qualitative Analyse durch, in der wir zwanzig Unterschiede zwischen Goldabbau und Bitcoin-Mining hervorheben. Wir beschreiben jedes Merkmal und jede Phase des Goldabbaus von der Exploration bis zur Verarbeitung und finden ein entsprechendes Merkmal im Bitcoin-Mining. In einem zweiten Schritt verwenden wir die Informationen der qualitativen Analyse, um Unterschiede im Miner-Risiko zu quantifizieren. ... Unsere Ergebnisse zeigen, dass Renditen von Bitcoin-Miner-Aktien doppelt so volatil sind wie die von Goldminen-Aktien ... Allerdings ist das Verhältnis Minenaktienrisiko / Rohstoffpreisrisiko bei Goldminen größer als bei Bitcoin-Minern. Dies ist wirtschaftlich plausibel, da Goldminen mehr Risiken ausgesetzt sind ... Darüber hinaus reagieren Goldminen-Aktien mehr als doppelt so stark auf den Goldpreis wie Bitcoin-Miner-Aktien auf den Bitcoinkurs. Diese Differenz ist das Ergebnis der Kosten, die durch Unterbrechung des Goldminenbetriebs entstehen, sobald die Goldpreise unter ein rentables Niveau fallen. ... Schließlich zeigt unsere Zeitreihe, dass Bitcoin-Miner ihre Aktivität steigern, wenn Bitcoin-Mining rentabler ist (was ihr Rohstoff-Beta erhöht), und ihre Aktivität verringern, wenn die Rentabilität sinkt (was ihr Rohstoff-Beta verringert). Im Gegensatz dazu finden wir diese Effekte in unserer Stichprobe von Goldminen nicht, da der Goldabbau viel schwerer hoch- oder herunterzufahren ist.“

[LINK ZUR STUDIE \(PREPRINT\): "DIGGING DEEPER - IS BITCOIN DIGITAL GOLD? A MINING PERSPECTIVE"](#)

KRYPTO-REGULIERUNG: PRÄSKRIPTIV VS. INNOVATIV?

AUTOR: Christoph Wronka, Journal of Asset Management (2024) 25:417–426

ZUSAMMENFASSUNG DES AUTORS: „Die Studie zeigt Unterschiede der Regulierung von Krypto-Assets in Großbritannien und Deutschland auf. Während Großbritannien einen prinzipienbasierten Regulierungsrahmen entwickelt hat, der Innovation und Branchenwachstum fördert, hat Deutschland einen eher präskriptiven (vorschreibenden) und vorsichtigen Ansatz gewählt, der sich auf Anlegerschutz und Marktstabilität konzentriert. Die Studie zeigt, dass der flexible Ansatz Großbritanniens ein florierendes Krypto-Asset-Ökosystem ermöglicht hat, während die konservative Haltung Deutschlands für mehr Vertrauen unter Anlegern gesorgt hat. Allerdings bestehen in beiden Rechtsräumen weiterhin regulatorische Lücken und Probleme, wie etwa Unklarheiten bei Klassifizierung und steuerlicher Behandlung, die der Bearbeitung bedürfen.“

[LINK ZUR STUDIE: "CRYPTO-ASSET REGULATORY LANDSCAPE: A COMPARATIVE ANALYSIS OF THE CRYPTO-ASSET REGULATION IN THE UK AND GERMANY"](#)

BITCOIN HIMMELHOCH JAUCHZEND – GESELLSCHAFT ZU TODE BETRÜBT?

AUTOREN: Ulrich Bindseil, Jürgen Schaaf, EZB

ZUSAMMENFASSUNG: Der Großessay der beiden EZB-Ökonomen Bindseil und Schaaf von Mitte Oktober – die unten verlinkte Version wurde letztmals am 2. November revidiert – hat in der deutschsprachigen Gemeinde der Bitcoin-Interessierten hohe Wellen geschlagen. Die beiden Autoren fassen ihre Bitcoin-Kritik wie folgt zusammen: „Das ursprüngliche Versprechen von Nakamoto (2008), der Welt

ein besseres globales Zahlungsmittel zu bieten, hat sich nicht erfüllt. Stattdessen hat sich der Fokus zunehmend auf Bitcoin als Anlagevermögen verlagert, das hohe Kapitalgewinne verspricht. Die Befürworter dieser Anlagevision unternehmen wenig Anstrengungen, Bitcoin mit einer wirtschaftlichen Funktion in Verbindung zu bringen, die seine Bewertung rechtfertigen würde. Während die meisten Ökonomen argumentieren, dass der Bitcoin-Boom eine Spekulationsblase ist, die irgendwann platzen wird, analysieren wir in diesem Artikel die Auswirkungen eines Bitcoin-positiven Szenarios, in dem sein Preis in absehbarer Zukunft weiter steigt. Was intuitiv vielversprechend oder zumindest nicht schädlich klingt, ist problematisch: Da Bitcoin das Produktionspotenzial der Wirtschaft nicht erhöht, sind die Folgen der angenommenen anhaltenden Wertsteigerung im Wesentlichen umverteilend, d. h. die Vermögenseffekte auf den Konsum früher Bitcoin-Besitzer können nur auf Kosten des Konsums des Rests der Gesellschaft erfolgen, der verarmt. Während frühere Diskussionen über die Umverteilungseffekte von Bitcoin davon ausgingen, dass ein schlechtes Timing beim Handel eine notwendige Bedingung für Verluste sei, zeigen wir in unserem Papier, dass weder ein ungünstiges Timing noch der Besitz von Bitcoins überhaupt Voraussetzungen dafür sind, von einem positiven Bitcoin-Szenario negativ betroffen zu sein.“

[LINK ZUR STUDIE: "THE DISTRIBUTIONAL CONSEQUENCES OF BITCOIN"](#)

WER ZAHLT DAS GRÜNIMUM?

AUTOREN: Daniel Fricke, Christoph Meinerding; Deutsche Bundesbank, DP No 41/2024

ZUSAMMENFASSUNG DER BEIDEN AUTOREN: „... In der Wissenschaft verfestigt sich ein Konsens darüber, dass nachhaltige (saubere, grüne usw.) Wertpapiere tendenziell höhere Preise und damit niedrigere erwartete Renditen haben als äquivalente nicht nachhaltige Vermögenswerte. Dieser Unterschied in der Verzinsung oder der erwarteten Rendite wird oft als ‚Greenium‘ bezeichnet. Unser Paper geht einen Schritt weiter und analysiert, welche Anleger das Greenium zahlen und warum sie dies tun. Dazu fokussieren wir uns auf ein spezifisches und relevantes Marktsegment, das für diese Art der Untersuchung besonders geeignet ist: den Markt für grüne Anleihen (‚Green Bonds‘).“

Über ihre Ergebnisse schreiben Fricke und Meinerding: „Die durchschnittliche Zinsdifferenz zwischen einer grünen und einer äquivalenten konventionellen Anleihe (‚Greenium‘) beträgt, im Einklang mit der bisherigen Literatur, minus 3 Basispunkte. Indem wir den ersten Schritt unserer Zerlegungsmethode entlang der Eigentümerstruktur der Anleihen anwenden, stellen wir fest, dass Banken, Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften den Großteil des Greeniums zahlen. Der zweite Schritt unserer Zerlegung liefert dann Evidenz für mindestens zwei unterschiedliche Wirkungskanäle. Auf der einen Seite lässt sich das von Investmentfonds (und ihren Kunden) gezahlte Greenium größtenteils durch einen Durchschnittseffekt erklären, der das Narrativ bestätigt, dass diese Anleger nicht-monetäre Präferenzen für Nachhaltigkeit haben. Sie übergewichten grüne Anleihen im Vergleich zu konventionellen Anleihen im Durchschnitt über den gesamten Markt für grüne Anleihen hinweg. Auf der anderen Seite unterscheidet sich das von den Banken gezahlte Greenium von diesem Durchschnittseffekt deutlich. Banken sind stark investiert in ausgewählten grünen Anleihen mit einem ausgeprägten Greenium. Sie scheinen also ein Greenium zu zahlen, weil sie selektiv bestimmte grüne Anleihen aus anderen Gründen als ihren allgemein grünen Präferenzen halten. Weitere Analysen suggerieren eine Wechselwirkung zwischen dem Greenium und bankspezifischen Finanzfraktionen. Insgesamt deuten unsere Ergebnisse darauf hin, dass die Preise und Mengen nachhaltiger Wertpapiere nicht ausschließlich von den nichtmonetären grünen Präferenzen der Anleger bestimmt werden.“

[LINK ZUR STUDIE: "WHO PAYS THE GREENIUM AND WHY? A DECOMPOSITION"](#)

firstfive-Sieger

FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 31.08.2024) der erfolgreichsten Vermögensverwalter. In der konservativen Risikoklasse dominiert der Rentenanteil. In der ausgewogenen Risikoklasse sind Renten und Aktien gleichgewichtet. In der moderat dynamischen Risikoklasse dominieren Aktien. Und in der dynamischen Risikoklasse wird nur in Aktien angelegt.

Top Performer (12 Monate)

Ranking September 2024 (12) (Berichtszeitraum 01.10.2023 - 30.09.2024)

Risikoklasse: konservativ, 12 Monate

Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	16.47%	2.31	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50
2.	15.45%	3.09	Rhein Asset Management, Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: RAM Balanced International
3.	14.84%	2.05	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International I
4.	14.29%	2.14	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Total Return Mandat
5.	14.20%	2.46	Donner & Reuschel AG, Hamburg Strategie: Konservativ

Risikoklasse: ausgewogen, 12 Monate

Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	19.96%	2.42	BTV Vermögensmanagement, Stadtforum, Innsbruck Strategie: BTV AM Zukunft
2.	19.75%	2.39	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 70
3.	18.88%	2.80	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Konservativ international I
4.	18.34%	2.24	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Nachhaltig Balanced
5.	17.78%	2.38	Volksbank Kraichgau Family Office, Wiesloch Strategie: FO Offensiv

Risikoklasse: moderat dynamisch, 12 Monate

Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	23.31%	2.12	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Aktien Weltweit
2.	22.92%	2.40	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 90
3.	21.76%	2.21	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: DJE Globale Aktien
4.	21.12%	2.04	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Düsseldorf Strategie: MAVV Wachstum
5.	20.02%	2.34	BPM - Berlin Portfolio Management GmbH, Berlin Strategie: ausgewogen I

firstfive-Sieger

FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 31.08.2024) der erfolgreichsten Vermögensverwalter. In der konservativen Risikoklasse dominiert der Rentenanteil. In der ausgewogenen Risikoklasse sind Renten und Aktien gleichgewichtet. In der moderat dynamischen Risikoklasse dominieren Aktien. Und in der dynamischen Risikoklasse wird nur in Aktien angelegt.

Top Performer (12 Monate)			
Ranking September 2024 (12) (Berichtszeitraum 01.10.2023 - 30.09.2024)			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	49.30%	2.14	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: Individuell Wachstumswerte
2.	33.80%	2.66	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity I
3.	23.82%	2.04	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Düsseldorf Strategie: MAVV Dynamik
4.	22.62%	1.80	Donner & Reuschel AG, Hamburg Strategie: dynamisch
5.	22.37%	2.07	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Aktienmandat Weltweit
Top Performer (60 Monate)			
Ranking September 2024 (60) (Berichtszeitraum 01.10.2019 - 30.09.2024)			
Risikoklasse: konservativ, 5 Jahre			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	27.49%	0.60	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: konservativ
2.	25.89%	0.48	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50
3.	21.15%	0.44	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: individuelles internationales Renditedepot
4.	18.33%	0.32	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Stiftung International I
5.	16.13%	0.34	Volksbank Kraichgau Family Office, Wiesloch Strategie: FO-Multi Asset
Risikoklasse: dynamisch, 5 Jahre			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	135.98%	0.82	Bankhaus Bauer Privatbank AG, Essen Strategie: Individuell Wachstumswerte
2.	107.55%	1.00	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity I
3.	75.66%	0.71	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Moderat Dynamisch Total Return
4.	65.87%	0.74	Donner & Reuschel AG, Hamburg Strategie: dynamisch
5.	59.20%	0.62	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Frankfurt am Main Strategie: Aktien International
Die firstfive-Rankingliste dient zu Ihrer persönlichen Information. Eine Weiterverwendung oder Veröffentlichung ist nur mit vorheriger Zustimmung der firstfive AG und Quellenangabe möglich. Wir bitten um strikte Beachtung.			