

# private banking magazin



## KAMMER-FLIMMERN

Die Zinswende und hohe Abschreibungen belasten Versorgungswerke.

Die Lage ist ernst, aber nicht aussichtslos.

Ab Seite 26 schauen wir in die Geschäftsberichte

A black and white photograph of a woman in a black coat with a white fur collar and a man in a grey suit sitting on large cubes, playing chess. The woman is gesturing with her hand, and the man is resting his chin on his hand. A chessboard with purple pieces is positioned between them. The background is plain white.

**Nächster Zug  
Private Assets**

Der Mehrwert von Private Assets – Warum sie in jedes Portfolio gehören.

Lernen Sie das 'Expert Collective' kennen

> [IM.NATIXIS.COM/DE](http://IM.NATIXIS.COM/DE)

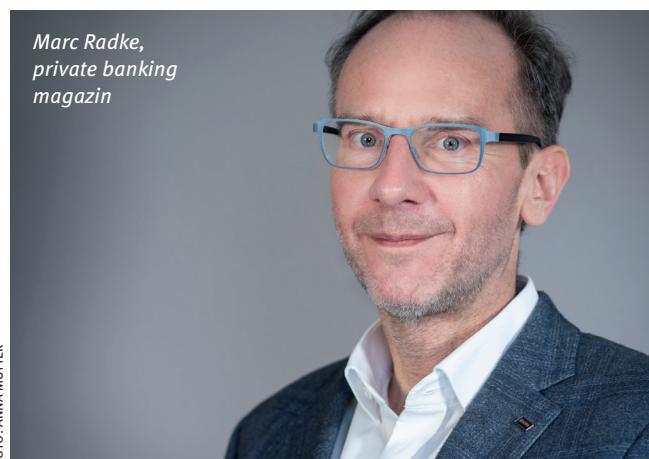
Nur für professionelle Investoren. Es besteht Kapitalverlustrisiko.

In Deutschland und Österreich: Dieses Material wird von Natixis Investment Managers International oder ihrer Zweigniederlassung Natixis Investment Managers International, Zweigniederlassung Deutschland, bereitgestellt. Natixis Investment Managers International ist eine Portfoliomanagement Gesellschaft, von der französischen Finanzaufsichtsbehörde AMF (Autorité des Marchés Financiers) unter der Nr. GP 90-009 zugelassen ist, und eine Vereinfachte Aktiengesellschaft (société par actions simplifiée), die im Pariser Handels- und Gesellschaftsregister unter der Nr. 329 450 738. Eingetragener Sitz: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris. Eingetragener Sitz von Natixis Investment Managers International, Zweigniederlassung Deutschland (Handelsregisternummer: HRB 129507) ist: Senckenbergenanlage 21, 60325 Frankfurt am Main.

## Aus der Redaktion



**Lockere Stimmung:** Aufregende Zeiten für Christof Kessler und Anton Buchhart. Seit Juli 2024 verantworten sie die Kapitalanlage der fusionierten Barmenia Gothaer – zumindest noch. Kessler geht im Sommer in den Ruhestand. Die Stimmung war dementsprechend gelöst. Geredet wurde aber auch über Themen wie Nachwuchssorgen und Regulatorik. Die wird Kessler nicht vermissen – dafür spielt er mit dem Gedanken, noch einmal zu studieren. Und Buchhart? Der übernimmt Kesslers Posten und wird ihn menschlich und fachlich vermissen: „Vielleicht kann ich ihn ja bei seinem Studium ab und zu stören.“



**Mittelfest:** Das Adjektiv semiliquide bedeutet eigentlich halb-flüssig und frei übersetzt zähflüssig. Das trifft auf die gleich-nahmigen Fondsangebote aber nicht zu, deren Anlagen illiquide bleiben. Vielmehr sollen dort Mechanismen wie Haltepflichten und monatliche Handelbarkeit dafür sorgen, dass Anleger nicht auf ihren Anteilen sitzen bleiben. Das große Interesse an Privatmärkten belegen die steigenden Börsenkurse und verwalteten Vermögen von Blackstone, KKR & Co. Experten betonen jedoch, dass private Märkte auch in der öffentlichen Investmentwelt ein besonderes Management erfordern. Was dazu gehört, berichtet Redakteur Marc Radke ab Seite 44.

## WUNDERSCHÖN KOMPONIERTER GLOBALER DIVIDENDENFONDS

Guinness Global Equity Income



Der Fonds investiert in Unternehmen, die in verschiedenen wirtschaftlichen Umfeldern gut geführt wurden.

Wir achten auf einen anhaltend hohen Cashflow, der nachhaltige, wachsende Dividenden und langfristiges Kapitalwachstum ermöglicht.

Mit Überzeugung in jedes Unternehmen, das wir halten, verfolgen wir bei der Portfoliokonstruktion einen gleichgewichtigen Ansatz.

Um mehr zu erfahren, scannen Sie den [QR-Code](#).



**Risiko:** Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen. Kapitalverlustrisiko.

**GUINNESS**  
GLOBAL INVESTORS

**POSITIV ANDERS**

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Prospekt und das KID des Fonds, welche weitere Informationen über die Risikofaktoren beinhalten, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Der Fonds wird aktiv gemanagt und der MSCI World Index dient nur als Vergleichsbenchmark. Der Fonds investiert hauptsächlich in globale Aktien welche eine Dividendenrendite über die der Benchmark bieten.

Herausgegeben von Guinness Global Investors. Guinness Global Investors ist ein Handelsname von Guinness Asset Management Limited, die von der Financial Conduct Authority in Großbritannien zugelassen wurde und deren Aufsicht untersteht.

## EMPFANG

### 03 Editorial

### 06 Meine Meinung

Warum Franz Angermann und Håkan Sträng nicht an einen Ausverkauf von Multi Family Offices glauben

### 08 Wir haben Post

Aktive Manager verlieren Marktanteile gegen ETFs. Nun verbessern sie ihre Erfolgsquote

## FAMILY OFFICE

### 10 Namen & Nachrichten

### 12 Navigationssystem mit Persönlichkeit

Wie ein guter Finanzberater seinem Kunden die richtige Route zeigt, ohne ins Lenkrad zu greifen

### 16 DIY Direkt

Wie im Family Office der Schritt zu Direktbeteiligungen gelingt

### 22 Wohn und Wehe

Die Wegzugsbesteuerung in ihrer jetzigen Form ist rechtswidrig. Was das neue Urteil bedeutet

## GESPRÄCH

### 20 „Der Mittelstand ist die Eintrittskarte“

Warum die Commerzbank ihr UHNWI-Geschäft in einer eigenen Einheit bündelt

### 34 „Wir sagen klar, wer zu uns passt und wer nicht“

Christof Kessler und Anton Buchhart verantworten seit der Fusion im vergangenen Jahr die Kapitalanlage der Barmenia Gothaer

### 48 „Kein Kunde fragt nach einem Eltif“

Aquila Capital hat den AC One Planet Eltif aufgelegt. Sind Berater und Kunden nach den Querelen um geschlossene Fonds schon bereit?

## INSTITUTIONELL

### 24 Namen & Nachrichten

### 26 Verplant, versorgt, verunsichert

Die Lage berufsständischer Versorgungswerke ist herausfordernd, aber nicht aussichtslos

### 30 Verschiebung der Marktmechanismen

Geopolitische Spannungen und neue Schuldenprogramme sorgen für ein bemerkenswertes Phänomen

### 38 Die Infrastruktur-Offensive

Eine neue Quote verschafft institutionellen Investoren mehr Flexibilität bei der Kapitalanlage

## HANDELSRAUM

### 42 Namen & Nachrichten

### 44 Das Runde muss ins Eckige

Semiliquide Strategien sollen Private-Markets-Investments einem breiten Publikum zugänglich machen

### 50 Marktdaten-Monopoly

Börsen stehen wegen hoher Preise für Marktdaten in der Kritik. Asset Manager fordern notfalls regulatorische Eingriffe

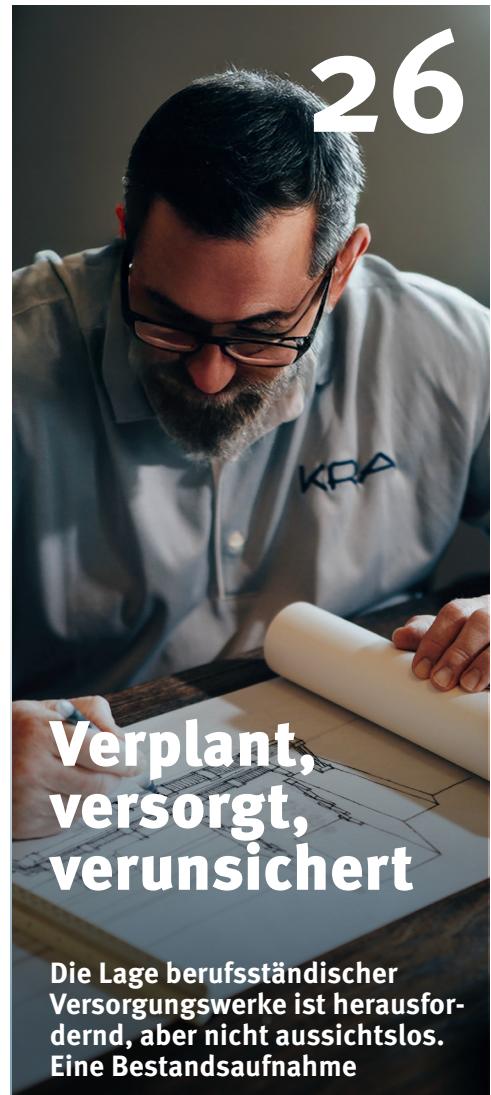
## DACHTERRASSE

### 56 Namen & Nachrichten

### 57 Tradition verpflichtet

Branchentreff: Alljährlich schaut der private banking kongress in München vorbei

### 58 Impressum



## 06

## Meine Meinung

Zuletzt interessierten sich auch internationale Investoren für deutsche Multi Family Offices. Steht das Modell vor dem Ausverkauf? Franz Angermann und Håkan Sträng denken das Gegenteil

# 44

## Das Runde muss ins Eckige

Das Interesse an semi-liquiden Vehikeln für Private-Markets-Investments dürfte einer der spannendsten Branchentrends seit Langem sein

# 12

## Navi mit Persön- lichkeit

Wie schaffen es Private-Banking-Berater, die Lieblingsroute ihrer Kunden zu finden?

FOTO: ISTOCK



„Wir sagen klar,  
wer zu uns passt“

Im vergangenen Jahr fusionierten die Versicherer Barmenia und Gothaer. Christof Kessler (rechts) und Anton Buchhart verantworten seitdem die 50 Milliarden Euro schwere Kapitalanlage. Ein Gespräch über entstandene Größenvorteile, künstliche Intelligenz, Investments in Rüstung und gekappte Flügel

FOTO: OLAF WULL NICKEL

# 50

## Marktdaten-Monopoly

Europäische Börsen stehen wegen hoher Preise für Marktdaten in der Kritik. Asset Manager fordern daher notfalls regulatorische Eingriffe

FOTO: NICK HILLER / UNSPLASH

# „Family Offices haben eine Bindungswirkung“

Zuletzt interessierten sich auch internationale Investoren für deutsche Multi Family Offices. Steht das Modell vor dem Ausverkauf? Franz Angermann und Håkan Strängh denken das Gegenteil

**private banking magazin:** Herr Angermann, Sie haben Ohm Capital als Multi Family Office vor drei Jahren gegründet. Mit Kontora ging ein Multi Family Office zuletzt an einen US-Strategen, HRK Lunis an einen Finanzinvestor, weitere könnten folgen. Entdecken Investoren Multi Family Offices für sich?

**Franz Angermann:** Das ist kein neues Phänomen. Verkäufe gab es bereits bei Banken, bei unabhängigen Vermögensverwaltern und auch bei Multi Family Offices: Schließlich hat die UBS schon Anfang der 2000er Jahre Sauerborn übernommen. Neu ist, dass auch Beteiligungsunternehmen die Transaktionen treiben und dass sie internationaler werden, im aktuellen Fall so-

gar transatlantisch. Das ist für Multi Family Offices schon eine neue Entwicklung.

**Wirklich? Man konnte für das ein oder andere Family Office doch schon den Eindruck gewinnen, dass ein Verkauf das Ziel ist.**

**Angermann:** Über die Ziele einzelner Häuser kann ich nichts sagen. Aber: Sicher gibt es in der Branche Beispiele, bei denen mit viel Kapital schnell Mitarbeitende und Assets aufgebaut werden und das Geschäftsmodell in Richtung Fintech oder Vermögensverwalter positioniert wird. Meine These dazu ist: Das kann bei Banken und Vermögensverwaltern vielleicht funktionieren, bei Family Offices bin ich mir nicht so sicher.

**Wieso nicht?**

**Håkan Strängh:** Weil bei Vermögensverwaltern und Banken das Verwalten von Vermögen im Vordergrund steht. Ein Family Office ist viel breiter aufgestellt; es befasst sich mit dem Gesamtvermögen einer Familie und dessen Steuerung und Strukturierung.

**Trotzdem muss sich das Geschäft lohnen. Reden wir also nicht doch über ein und dasselbe Phänomen?**

**Strängh:** Es sind unterschiedliche Phänomene mit demselben Ursprung: Skalierung. Die Geschäftsmodelle divergieren durch die Konsolidierung aber erst recht. Ein Beispiel: Ich habe mein Leben lang für US-Banken gearbeitet, und uns war immer klar: Wir können mit unserer Vermögensverwaltung und dem klassischen Custodian-Geschäft nur Teile von dem liefern, was vermögende Familien insgesamt brauchen. Ein ganz großer Teil von dem, was eine Familie beschäftigt, geschieht in einem Family Office.

**Angermann:** Und Multi Family Offices unterscheiden sich im Detail deutlich.

**Auf welcher Ebene?**

**Angermann:** Auf vier Ebenen. Die erste ist die Betreuungsintensität: Es gibt Multi Family Offices mit Boutiquencharakter und sehr individueller Betreuung, ein „Shared Single Family Office“. Andere sind deutlich standardisierter, dafür kostengünstiger und einfacher zugänglich. Zweitens die Produkt Ebene, also Family Offices mit eigenen Vermögensverwaltungen und Produkten oder stattdessen unabhängige Anlageberatung. Drittens: die Dienstleistungsebene. Kann das Family Office Themen wie Governance, Vermögensstruktur



**Franz Angermann** gründete 2022 Ohm Capital. Angermann berät seit 20 Jahren Family Offices und große Privatvermögen. Er war zunächst zwölf Jahre als Partner für BDO tätig, anschließend wechselte er in den Bankensektor und arbeitete in leitender Position für Goldman Sachs und UBS, bevor er ab dem Jahr 2017 für WTS tätig war.

oder Steuern und Recht? Zuletzt: Wer sind die Gesellschafter? Steigen Investoren ein oder wird das Family Office sogar Teil einer Buy-and-build-Strategie, könnte sich das Geschäftsmodell nachhaltig ändern. Das finden nicht alle Mandanten gut.

#### Aber wenn die Dienstleistung doch passt?

**Strängh:** Familien treffen Entscheidungen für oder gegen Family-Office-Modelle mit ihren verschiedenen Ebenen. Alle haben ihre Vor- und Nachteile, und es kommt immer darauf an, was eine Familie sucht. Wenn die Entscheidung getroffen ist und vielleicht schon eine langjährige Zusammenarbeit besteht, legen viele Familien Wert auf Kontinuität. Werden Family Offices verkauft oder fusioniert, verändert sich mindestens die Gesellschaftsebene, in der Folge teilweise auch die Produkt-, Betreuungs- und Dienstleistungsebene.

#### Riskieren Family Offices bei einem Verkauf Kundenbeziehungen?

**Angermann:** Es ist kein Geheimnis, dass einige große Familien aus Deutschland ihre Single Family Offices nach dem Verkauf ihrer Dienstleister an Banken gegründet haben. Ich denke: je unterschiedlicher die Geschäftsmodelle, die bei Fusionen zusammenkommen, desto höher das Risiko, dass Assets abfließen. Dann wird es nämlich wahrscheinlicher, dass sich nicht nur die Gesellschaftsebene ändert, sondern auch die anderen Ebenen.

**Strängh:** Dennoch gilt: Ein Family Office lässt sich nicht schnell auswechseln, ein Bankkonto dagegen innerhalb eines Tages kündigen. Insofern haben Family Offices mindestens mal eine Bindungswirkung.

#### Weshalb Banken in den vergangenen Jahren vermehrt anfingen, Family-Office-Dienstleistungen anzubieten.

**Strängh:** Exakt. Es gibt natürlich Banken, die einige Family-Office-Services auch können. Aber die wichtige Frage ist: Glauben die Familien dran, dass die Banken das können? Einige Familien glauben es nicht. Dann bleibt nur die Wahl zwischen Multi oder Single Family Offices.

#### Was spricht gegen ein Single Family Office? Es könnte externe Dienstleister mit skaliertem Expertenwissen für Vermögensverwaltung, Reporting, Controlling oder Steuern orchestrieren.

**Angermann:** Das ist die klassische Make-or-buy-Entscheidung. Ich kann gut



FOTOS: OHM CAPITAL

**Håkan Strängh** ist seit Anfang 2024 Advisory Partner bei Ohm Capital. Vor seinem Wechsel leitete er die Private Bank von J.P. Morgan für Deutschland.

Zudem arbeitete Strängh im Private Banking von Goldman Sachs in Frankfurt, zudem war er für SG Warburg und Sanford C. Bernstein in Frankfurt und London tätig, nachdem er seine Karriere in seinem Heimatland Schweden gestartet hatte.

nachvollziehen, dass Single Family Offices teilweise zur Buy-Entscheidung tendieren. Das Problem sind nur nicht die Dienstleistungen an sich, sondern die Gesamtsteuerung und die entstehenden Schnittstellen.

**Strängh:** Wenn ein professionelles Single Family Offices das schafft, ist das die Ideavorstellung. Kraft ihrer operativen Größe tun sich Multi Family Offices tendenziell leichter.

#### Welche Vorteile sprechen denn noch für Multi Family Offices?

**Angermann:** Multi Family Offices spielen mit der Effizienzkurve, können so quantitative und qualitative Kapazität steigern. Multi Family Offices sind etwa für einige als Arbeitgeber attraktiver, weil die Arbeit dynamischer ist, ohne ein kompetitives Umfeld wie in einer Bank oder eine so bilaterale Beziehung wie in einem Single Family Office. Andere Hebel sind effizientere IT, gebündelte Investments für Kostensparnisse, Erfahrungswerte von anderen Familien. Wenn Multi Family Offices langfristig einen gewissen Boutiquen-Charakter bewahren können, individuell und professionell, kann das das ideale Modell sein.

#### Mit Verlaub: Ist Boutique nicht ein klassischer Marketing-Begriff? Gerade bei Multi Family Offices, die zweistellige Milliardenvermögen verwalten?

**Angermann:** Größe taugt nicht als Maßstab, da gebe ich Ihnen recht. Aber: Bou-

tiquen machen bewusst gewisse Abstriche gegenüber standardisierten Geschäftsmodellen, im Interesse ihrer Mandanten. Das schlägt sich also in der Marge und der Bewertung nieder.

#### Womit wir wieder bei der Konsolidierung wären. Gibt es 2035 weniger Multi Family Offices als heute, aber dafür mehr Single Family Offices?

**Strängh:** Da Single Family Offices in dem Sinne ja nicht konsolidieren, wird es zumindest nicht weniger Single Family Offices geben. Dass sich Familien zusammenschließen, kommt zwar vor, ist aber noch ungewöhnlich. Und ich bin mir auch tatsächlich nicht sicher, ob wir bei den Multi Family Offices aktuell überhaupt schon eine flächendeckende Konsolidierung sehen.

**Angermann:** Auch ich würde Multi Family Offices nicht abschreiben. In vielen Familien steht ein Generationenwechsel an, ich bemerke eine offenere Umgangsweise: Der traditionelle Ansatz des Single Family Offices ist teilweise überholt. Auch Familien erkennen zunehmend die Vorteile des „team up“. Aus dieser Situation heraus können Multi Family Offices entstehen, mit Organisations- und Kostenvorteilen. Auf eines lege ich mich aber fest: Es wird in zehn Jahren definitiv mehr Family Offices geben – und die notwendige Vermögensgröße für Single Family Offices wandert weiter deutlich nach unten. ■

Das Gespräch führte Thorben Lippert

# Fondsmanager steigern ihre Erfolgsquote

Aktive Manager verlieren Marktanteile an passive ETFs. Gerade in volatilen Phasen hoffen viele, wieder Boden gutmachen zu können. Eine aktuelle Studie offenbart zarte Hoffnungsschimmer, aber langfristig noch viel Schatten

**P**assive Anlageprodukte wie ETFs gewinnen nicht zuletzt wegen ihrer geringen Kosten immer mehr Investoren. Ob aber aktive Strategien ihre höheren Gebühren dank besserer Performance rechtfertigen können, hängt stark von Anlagehorizont und Anlageklasse ab, wie Studien zeigen. Dies bestätigt auch das aktuelle Aktiv-Passiv-Barometer von Morningstar, eine halbjährliche Analyse der Performance aktiver und passiver Fonds in unterschiedlichen Anlageuniversen.

So steigt die Erfolgsquote aktiver Aktienmanager über einen Zeitraum von einem Jahr leicht von 28,7 Prozent 2023 auf 29,1 Prozent 2024. Auf längere Sicht sieht das Bild jedoch weit düsterer aus: „Langfristig bleibt die Erfolgsquote mit 14,2 Prozent über zehn Jahre weiterhin enttäuschend niedrig“, sagt Jose Garcia-Zarate, Researcher beim Fondsdatenanbieter Morningstar.

Aktive Anleihenmanager erzielen auf Jahressicht ebenfalls bessere Ergebnisse. Ihre Erfolgsquote steigt im Dezember 2024 auf immerhin 53,5 Prozent, nachdem sie im Vorjahr bei 46,5 Prozent lag. Zwischenzeitlich rangierte die Rate im Juni aber bereits bei 58,3 Prozent, bevor sie wieder fiel.

Aus Sicht von Garcia-Zarate ist dies auf die Schwierigkeit aktiver Manager zurückzuführen, sich rasch genug an den volatilen Markt und die geldpolitische Unsicherheit anzupassen. „Ein Umfeld, in dem sich die Geldpolitik ändert, kann für aktive Manager eine Gelegenheit sein, ihre Fähigkeiten gegenüber dem unflexiblen, index-orientierten Ansatz der passiven Strategien unter Beweis zu stellen“, so der Experte.

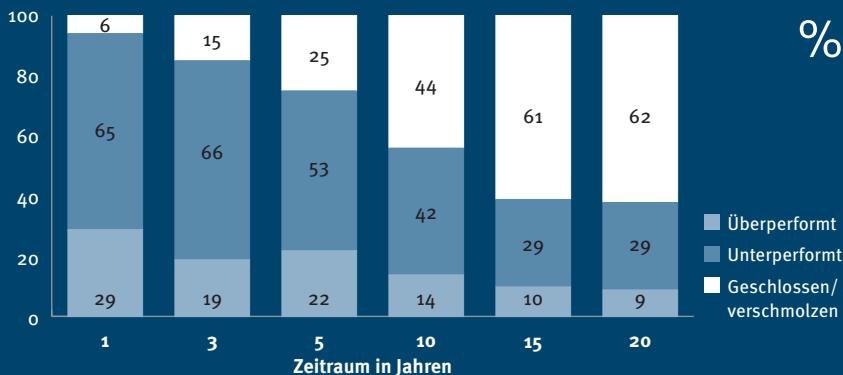
Andererseits könne es sich in diesem Fall auch als Minenfeld für diejenigen erweisen, die nur langsam auf Veränderungen reagieren, so Garcia-Zarate, insbesondere wenn die Volatilität an den Märkten wie in der zweiten Hälfte 2024 zunimmt. ■

Marc Radke

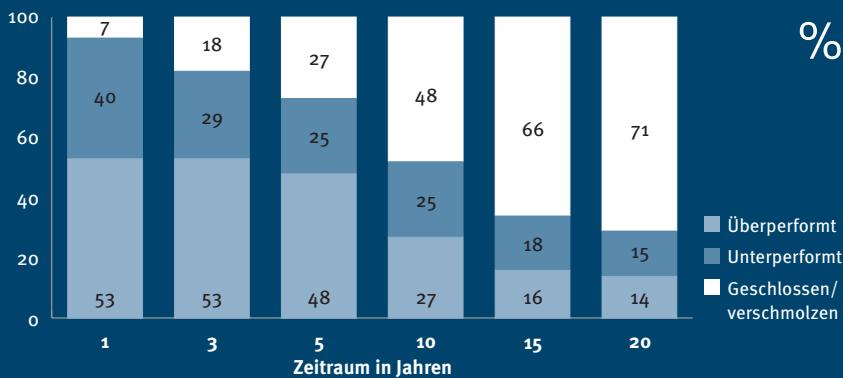
## Management-Leistung im Aktiv-Passiv-Vergleich

Das aktuelle Aktiv-Passiv-Barometer von Morningstar zeigt, dass insbesondere langfristig nur wenige aktive Manager besser als passive Fonds abschneiden

### Performance aktiver Aktienmanager



### Performance aktiver Anleihenmanager



### Outperformance-Rate aktiver Manager nach Aktien-Kategorien (Angaben in Prozent)

Zeitraum in Jahren	1	3	5	10	15	20
Asien-Pazifik ex Japan	84,2	27,3	37,7	14,0	11,8	-
USA Standardwerte	30,0	20,6	12,9	3,5	1,9	1,9
EU Standardwerte	28,4	14,8	14,1	9,0	6,5	3,3
Japan Standardwerte	44,3	37,0	32,7	21,3	11,2	1,9
Deutschland	5,3	1,6	1,5	9,7	8,5	48,1
Welt Standardwerte	13,7	10,2	9,8	3,9	2,1	1,5

Echte  
Investoren  
sind fokussiert.

Nicht hektisch.

Erfahren Sie mehr unter [bailliegifford.com](http://bailliegifford.com)

**Baillie Gifford™**  
Actual Investors



FOTO: IMAGO IMAGES / HEINZ GEBHARDT



HVB Tower in München

## HVB verliert Private-Banking-Teams

**ABGÄNGE:** Die Hypovereinsbank verliert in München drei Teamleiter und sechs Berater im Private Banking. Die insgesamt neun Mitarbeiter haben bereits gekündigt. Ein Sprecher der Bank bestätigte, dass sie „drei neue Private-Banking-Teamleiter und sechs neue Berater infolge Fluktuation besetzen“ werde. Im Wealth Management und Private Banking in München arbeiten über 100 Mitarbeiter.

## Hamburger Family Office bekommt US-Eigentümer

**ÜBERNAHME:** Kontora hat einen neuen Eigentümer. Alti Tiedemann Global übernimmt das Hamburger Multi Family Office. Das US-Unternehmen ist eine internationale Vermögensmanagementplattform, die mehrere Multi-Family- und Investment-Offices für UHNW-Kunden zusammengeschlossen hat. Mit Kontora schließt sich erstmals ein deutsches Unternehmen der Gruppe an. Die beiden geschäftsführenden Gesellschafter Stephan Buchwald und Patrick Maurenbrecher bleiben in Form einer Rückbeteiligung weiterhin am Unternehmen beteiligt. Kontora betreut rund 14 Milliarden Euro, während Alti Global aktuell ein Vermögen von rund 77 Milliarden US-Dollar verwaltet. „Unsere Mandanten profitieren von einer erweiterten globalen Investment- und Dienstleistungsplattform. Zusätzlich gewinnen wir eine stärkere Verhandlungsmacht gegenüber Managern und können Kostenvorteile direkt an unsere Mandanten weitergeben“, sagt Maurenbrecher. Die Verbindung kam zustande, als Kontora eine „Einkaufsgemeinschaft im Investmentbereich“ schaffen wollte, um weitere Investmentmöglichkeiten und Kostenvorteile im Alternatives-Bereich zu erzielen. Parallel hatte Alti Global nach einem Partner in Deutschland gesucht. Im vergangenen Jahr war die Allianz über ihre Venture-Capital-Tochter Allianz X bei Alti Global eingestiegen. Alti Global kündigte an, das Kapital in erster Linie für weitere Übernahmen nutzen zu wollen.

FOTO: FOCAM



Stefan Krause

## Focam holt DJE-Manager in den Vorstand

**ZUGÄNGE:** Focam hat Stefan Krause in den Vorstand berufen. Er verantwortet die Vermögensverwaltung und das Asset Management des Unternehmens. Bei Focam gab es bereits im Oktober 2024 einen Zugang: Thomas Bayreuther kam in den Vorstand, der nun aus einem Quartett besteht. Neben Bayreuther und Krause führen Andreas Rhein und Christian Freiherr von Bechtolsheim das Family Office.

FOTO: FERI



Britta Süßmann

## Feri beruft Leiterin für das Family Office

**BEFÖRDERUNG:** Britta Süßmann leitet künftig als Abteilungsleiterin das Family Office von Feri. Die Expertin für rechtliche und steuerliche Fragestellungen berichtet an Bereichsvorstand Michael Jänsch. Süßmann arbeitete zuvor als Direktorin an der Seite von Oliver Matyschik, der Anfang des Jahres das Unternehmen verlassen hat. Vor ihrem Wechsel zu Feri war sie als Rechtsanwältin und Steuerberaterin tätig.

FOTO: ST MARTIN TOWER



St Martin Tower

## Grüner Fisher ändert Namen und Führung

**UMBENENNUNG:** Aus Grüner Fisher Investments wird Fisher Investments. Der Vermögensverwalter, der auch im St Martin Tower in Frankfurt am Main eine Niederlassung hat, wechselte zudem die Führung aus. Seit Februar führt Jens Wolf die Geschäfte in Deutschland. Er folgt auf orsten Reidel, der ausgeschieden ist. Wolf arbeitet seit 2022 im Unternehmen und leitete das operative Geschäft.

FOTO: TARGOBANK



Isabelle Chevelard

## OLB geht samt Private Banking an die Targobank

**VERKAUF:** Die Oldenburgische Landesbank wird von der Targobank übernommen. Die Private-Banking-Marke Bankhaus Neelmeyer bleibt bestehen. „Mit dem Bankhaus Neelmeyer ergänzen wir unser Business um ein Private-Banking-Segment“, sagt Targobank-Vorständin Isabelle Chevelard. Für Kunden und Geschäftspartner des Private Banking ändert sich somit nichts.

FOTO: THE PLATFORM GROUP



Dominik Benner (l.) & Marcus Vitt

## Selbstständigkeit und Vorstandsposten

**BRANCHENWECHSEL:** Marcus Vitt wird Vorstand der E-Commerce-Firma The Platform Group. Parallel bleibt er Geschäftsführer der von ihm gegründeten „Vitt-4Future“ GmbH, mit der er vermögende Mandanten zu Finanzfragen und Immobilien geschäften berät. Der frühere Donner-&-Reuschel-Vorstandssprecher hatte angekündigt, „eine neue Herausforderung in der Bankbranche“ anzunehmen.

Andreas Brandt



FOTO: JENS HANNEWALD

## HRK Lunis bekommt neuen Eigentümer

**PARTNERSCHAFT:** Sevenz übernimmt HRK Lunis. Damit verkauft J.C. Flowers eines seiner größeren Investments in Deutschland, während die französische Private-Equity-Firma Sevenz mit dem Deal erstmals hierzulande tätig wird. Die Transaktion muss von den Aufsichtsbehörden noch abgesegnet werden. Mitgründer Andreas Brandt behält eine „signifikante Beteiligung“ und bleibt als Vorstandsvorsitzender an Bord, ebenso das restliche Management-Team. Sevenz soll unter anderem dabei helfen, weiterzuwachsen und das Produktangebot inklusive alternativer Investments weiterzuentwickeln. HRK Lunis gab bekannt, auch „weiterhin eine aktive Akquisitionsstrategie verfolgen“ zu wollen. 2017 hatte Brandt zusammen mit J.C. Flowers Lunis Vermögensmanagement gegründet. 2019 wollte Youmex den Vermögensverwalter übernehmen, der Deal platzte aber. 2022 fusionierte Lunis dann mit Huber, Reuss & Kollegen zum jetzigen HRK Lunis. Erst 2024 übernahm HRK Lunis die Hamburger Providens Vermögensmanagement. Insgesamt verwaltet der Vermögensverwalter 6,6 Milliarden Euro mit über 100 Mitarbeitenden. Dazukommen soll noch der Vermögensverwalter Grossbötzl, Schmitz & Partner aus Düsseldorf.



*Hände weg vom Steuer! Im Advisory tätige Berater helfen, das Portfolio ihrer Kunden zu navigieren, ohne zu steuern*

FOTO: ISTOCK

# NAVI MIT PERSÖNLICHKEIT

Auf der Suche nach dem besten Beifahrer. Private-Banking-Berater dürfen nicht dösen. Sie müssen navigieren, ohne ins Lenkrad zu greifen. Wie schaffen sie es, die Lieblingsroute ihrer Kunden zu finden? Wie Privatbanken ihr Advisory-Geschäft für die Zukunft aufstellen können

**D**as Auto rollt langsam auf die Kreuzung zu, mein Fuß steht auf der Bremse, doch noch bevor ich diese drücke, bleibt der Wagen abrupt stehen. Mein Fahrlehrer tippt mit dem Stift gegen die Beifahrerscheibe. „Rechts vor links!“, brummelt er unwirsch. Und wenn ich mit 40 Stundenkilometern über die Autobahn fahre, zögert er nicht, auch sein Gaspedal durchzudrücken.

Ganz anders verliefen die inoffiziellen Fahrstunden mit meinem Bruder, nachdem ich meine Fahrprüfung schon längst bestanden hatte. Meinen Einwand, mehrere Monate lang nicht mehr gefahren zu sein, kommentierte er mit: „Ich sage dir auch, wo es langgeht und in welchen Gang du schalten musst.“ Zwar lief nebenbei das Navigationsgerät, aber selten auf Deutsch, sondern meist auf Italienisch oder in anderen Sprachen – je nachdem, wohin seine nächste Urlaubs- oder Dienstreise geplant war. Ich will gar nicht wissen, wie sehr ich seine Werkstattrechnungen durch meine ungeübten Schaltmanöver in die Höhe getrieben habe.

Doch mein Bruder blieb ruhig. Er ließ sich selbst von seinem Navigationsgerät helfen, um sich darauf konzentrieren zu können, aufmerksam zu bleiben und Tipps zu geben – ohne nervös mitzubremsen oder gar ins Lenkrad zu greifen. Ganz im Gegensatz zu meinem Fahrlehrer, der mich lediglich in Ruhe einparken ließ.

Welche der beiden Beifahrer-Typen besser beraten würde, ist offensichtlich.

## Persönlichkeit gewinnt

Anders als in der Vermögensverwaltung lenken Berater im reinen Advisory-Geschäft nicht mit, sondern beobachten das Portfolio, warnen gegebenenfalls vor Verlusten oder geben Ratschläge und Investmenttipps. Ähnlich wie angenehme Beifahrer. Und dabei ist die Persönlichkeit des Beraters erfolgsentscheidend. „Beratung ist ein People's Business und gute Berater für einen erfolgreichen Vertrieb unverzichtbar“, so Carsten Wittrock, Partner des Beratungsunternehmens Zeb. Er ist Experte für Asset und Wealth Management sowie Private Banking. „Dabei kommt es auch darauf an, dass sich Berater und Kunde auf Augenhöhe begegnen“, so Wittrock. Nicht jeder Beratertyp sei daher für alle Segmente geeignet. Dem stimmt auch Karsten Junge zu. Er ist Partner beim Beratungsunternehmen Consileon und dort auf die Themen Wealth Management und Affluent Banking spezialisiert. Empathie und psychologische Kompetenzen würden immer wichtiger. „Wer heute nicht in der Lage ist, effektiv mit Kunden zu sprechen und ihre Motive rauszukitzeln, wird bald keinen Job mehr haben“, ist Junge überzeugt.

Noch einen Schritt weiter geht Philipp Dobbert, Leiter Vermögensverwaltung

und Chefvolkswirt der Quirin Privatbank. Die Qualität der Beratung hänge nicht von der Sachkunde des Investmentresearchs ab. „Entscheidend ist, die Ziele und Wünsche der Anleger in geeignete effiziente Portfolios zu übersetzen. Erfolgreiches Advisory ist Handwerk, keine Zauberei“, so Dobbert. Junge von Consileon bewertet dies etwas anders. Beratung braucht seiner Ansicht nach eine klare Investmentmeinung, auch wenn diese nicht vom einzelnen Berater komme, sondern sich an der Hausmeinung orientiere. Und auch Wittrock von Zeb weist darauf hin, dass die „Performance zumindest mittelfristig stimmen“ muss, auch wenn gute Kundenbeziehungen Schwächerperioden aushalten würden.

## Verwaltung profitabler als Advisory

Und diese gute Kundenbeziehung aufzubauen, ist aufwendig. „Insgesamt ist die Vermögensverwaltung das profitablere Angebot“, so Wittrock. Immer mehr Institute würden versuchen, das Vermögensverwaltungsgeschäft auszubauen. Es sei im Vergleich zum Advisory weniger zeitaufwendig, zukunftssicherer mit Blick auf die Diskussion über die Provisionierung, und auch die Beratungshaftungsrisiken seien geringer. „Von daher erstaunt es, dass in manchen Häusern das Advisory sogar schlechter bepreist wird als die Vermögensverwaltung, obwohl es an- ➤

gesichts des Aufwands genau umgekehrt sein müsste“, sagt Wittrock. Auch wenn die Volumina im Advisory-Geschäft nach wie vor hoch seien, rechnet Zeb mit rückläufigen Zahlen. Manche Banken würden bereits auf entsprechende Angebote verzichten oder hätten die Eintrittshürden erhöht. Das führt dazu, dass andere Banken Advisory als ihr Differenzierungsmerkmal nutzen. Das zeigt sich auch in den Ergebnissen einer Umfrage zum Advisory-Geschäft der Privatbanken, die das private banking magazin durchgeführt hat. Von den teilnehmenden Banken, die Advisory-Dienstleistungen anbieten, verzeichnete keine in den vergangenen Jahren einen Rückgang. Fast zwei Drittel der Teilnehmer geben an, dass ihr Advisory-Geschäft, gemessen am verwalteten Vermögen, in den vergangenen Jahren gestiegen sei. Ein Drittel berichtet von einer stabilen Entwicklung. Insgesamt scheint das Geschäft zugunsten der Vermögensverwaltungsmandate also zurückzugehen. Institute, die sich auf die Beratung spezialisiert haben, bauen diese aber tendenziell aus.

Die meisten der teilnehmenden Privatbanken, mehr als 87 Prozent, rechnen ihre Advisory-Dienstleistungen den Umfrageergebnissen zufolge nach der Höhe des verwalteten/zu beratenden Vermögens ab, an zweiter Stelle folgen transaktionsbasierte Vergütungsmodelle. Ein Drittel der teilnehmenden Institute setzt zudem fixe Honorare und performancebasierte Vergütungsmodelle ein.

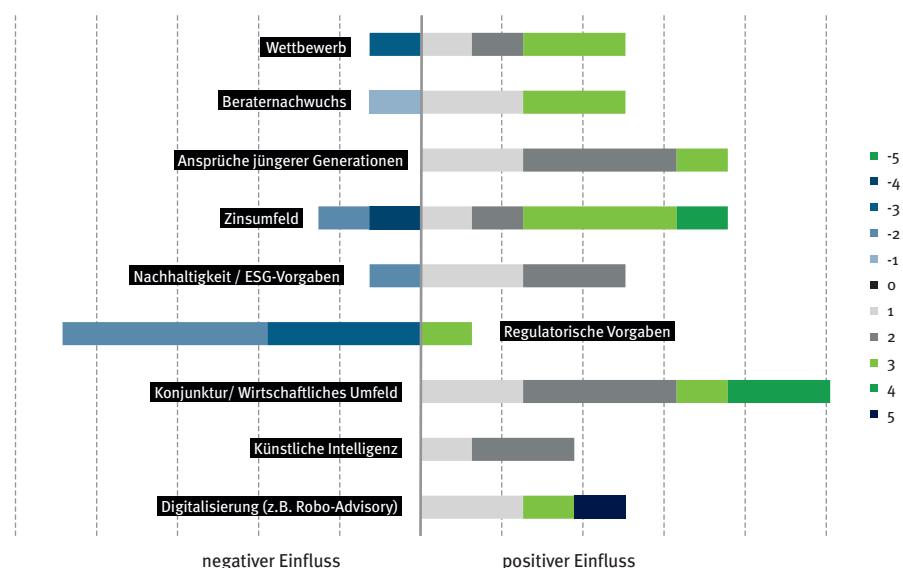
Wenig überraschend liegt der Fokus bei den angebotenen Beratungsmodellen auf der klassischen Anlageberatung, die vom Kunden geleitet wird. Diese bieten 87,5 Prozent der Umfrageteilnehmer an. An zweiter Stelle folgen gleich mehrere Modelle, die knapp zwei Drittel der Institute anbieten. Dazu zählen unter anderem die ganzheitliche Beratung, der Fokus auf ESG-Themen sowie die Beratung zu alternativen Investments wie Private Equity oder Kunst. An letzter Stelle stehen die digitale sowie die hybride Beratung, die das Advisory mit digitalen Tools kombiniert.

### KI ist noch Zukunftsthema

Passend dazu gibt die Hälfte der teilnehmenden Privatbanken an, dass die Digitalisierung, beispielsweise Robo-Advisory, ihr Beratungsgeschäft in den vergangenen drei bis fünf Jahren nicht beeinflusst habe. Ein Viertel berichtet von einem leicht positiven Einfluss. Zwölf Prozent jedoch geben

## Regulatorik? Nein, Danke! – Digitalisierung? Ja, bitte!

Das private banking magazin hat Privatbanken dazu befragt, welche Faktoren ihr Advisory-Geschäft in den vergangenen Jahren beeinflusst haben. Die Skala reicht von -5 (äußerst negativ) bis +5 (äußerst positiv). KI hat das Advisory bisher kaum verändert. Dafür ist die Technologie noch zu neu

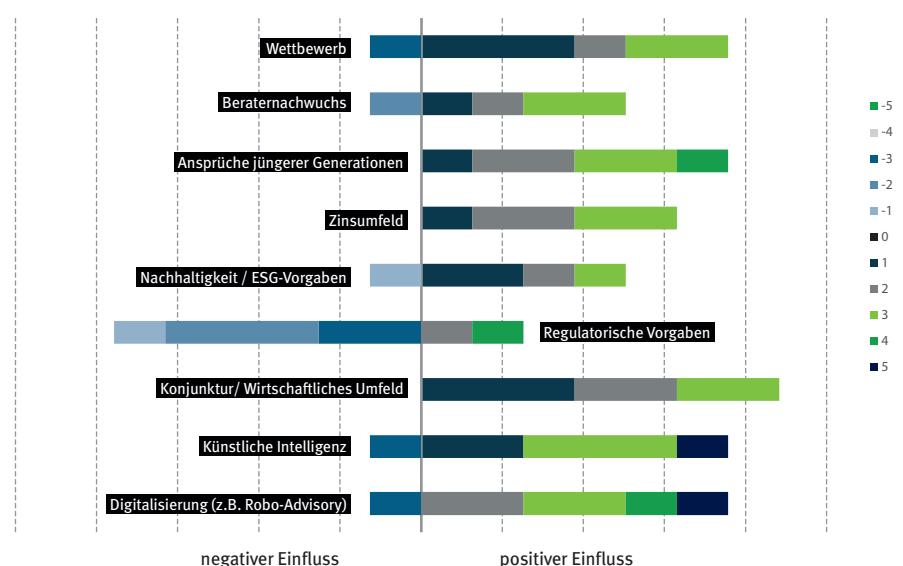


Quelle: private banking magazin

Stand: April 2025

## KI und Digitalisierung werden Advisory treiben

Welche Faktoren werden das Advisory-Geschäft in der Zukunft beeinflussen? Die Banken hoffen auf Unterstützung durch künstliche Intelligenz und Digitalisierung. Besonders skeptisch blicken sie auf die Regulierung



Quelle: private banking magazin

Stand: April 2025

eine äußerst positive Wirkung an. Noch deutlicher fällt das Votum beim Thema künstliche Intelligenz (KI) aus. Diese hat mehr als die Hälfte der Institute nach eigenen Angaben nicht beeinflusst und den Rest nur kaum bis leicht positiv.

Frage man die Privatbanken jedoch, wie Digitalisierung und KI ihr Advisory-Geschäft in den kommenden fünf Jahren verändern werden, zeigt sich ihr wachsender Einfluss. Nur noch ein Achtel der Umfrageteilnehmer geht davon aus, dass Digitalisierung ihr Advisory nicht beeinflussen wird. Die Hälfte hofft auf einen leichten bis mittleren positiven Einfluss. Ein Viertel erwartet eine starke bis sehr starke positive Wirkung. Ähnlich sieht es beim Thema KI aus. Hier antizipieren fast alle Institute positive Effekte. So zum Beispiel Klaus Sojer, Leiter Private Banking Deutschland bei der Warburg Bank: „Der verstärkte Einsatz von KI und Robo-Advisory hat aus unserer Sicht das Potenzial, zu völlig neuen Geschäftsansätzen zu führen.“ Dennis Herrmann, Leiter der Kundenberatung Deutschland bei der Berenberg Bank, sieht die positiven Folgen von KI bereits jetzt. Dank KI und maschinellem Lernen seien viele Prozesse effizienter und personalisierter. „KI-basierte Tools ermöglichen eine genauere Analyse von Kundendaten, was zu besseren Beratungsergebnissen für unsere Kunden führen kann“, so Herrmann. Entscheidend für Kunden bleibt beim Einsatz von KI und digitalen Tools der zwischenmenschliche Kontakt. Die LGT setzt beispielsweise KI ausschließlich ein, um interne Prozesse zu optimieren. Digitalisierung und Co. erlauben, Prozesse wie die Depotüberwachung und Anlagevorschläge zu automatisieren und individualisieren. Die Qualität steigt, während die Kosten sinken.

### Regulatorik ist Hemmschuh

Negativ bewerten die befragten Privatbanken hingegen die Regulatorik. Mit Blick auf die vergangenen Jahre bewertet nur ein einziger Teilnehmer Mifid II und Co. positiv. Alle anderen Institute wurden nach eigenen Angaben negativ beeinflusst. So bemängelt beispielsweise Herrmann, dass Basel III und Mifid II dazu geführt hätten, dass Berenberg seine „Beratungsprozesse überprüfen und anpassen musste“. Der Gewinner seien allerdings die Kunden. Mifid habe die Offenlegungspflichten für Berater verschärft, „was den Fokus auf die Kundeninteressen verstärkte“, so

„Entscheidend ist, die Ziele und Wünsche der Anleger in geeignete effiziente Portfolios zu übersetzen. Erfolgreiches Advisory ist Handwerk, keine Zauberei“

*Philipp Dobbert, Leiter Vermögensverwaltung und Chefvolkswirt der Quirin Privatbank*



FOTO: QUIRIN PRIVATBANK

Herrmann. Auch Wittrock von Zeb wertet die Regulatorik als „signifikanten Hemmschuh“ für das Advisory, „da der ohnehin schon hohe Informations- und Dokumentationsaufwand in den letzten Jahren noch weiter angestiegen ist“. Für die kommenden Jahre dreht sich das Bild nur leicht. Zwar wird der Einfluss von Regulatorik auf das Advisory-Geschäft leicht weniger negativ eingeschätzt, positive Effekte erwarten aber nur ein Viertel der Befragten.

### Kampf um Talente

Überraschend optimistisch sind die Umfrageteilnehmer jedoch beim Blick auf die nächste Generation. Sowohl was den Beraternachwuchs betrifft als auch die Ansprüche nachfolgender Kundengenerationen. Fast alle Institute erwarten positive Folgen, während die Branche allgemein den Fachkräftemangel beklagt. Wie auch Wittrock bestätigt. Hinzu komme der Wettbewerb der Banken untereinander, die ganze Teams abwerben würden, „um die Voraussetzungen für aggressives Wachstum zu schaffen“. Das bestätigen gleich mehrere Institute. Sowohl in den Markt drängende Wettbewerber als auch etablierte Häuser würden um erfahrene Berater und ihre Kundenbücher konkurrieren. Ohne Talente keine Zukunftssicherheit.

Berater sind für den Erfolg der Banken zwar zentral, doch dürfen sie ihr digitales Angebot nicht vernachlässigen. Darauf weist Wittrock hin. Viele Institute seien noch nicht zukunftssicher aufgestellt. Ein großes Manko sei die Qualität ihrer Beratung. „Viele Analysen und Mystery Shoppings zeigen, dass der Umgang mit Kunden, die Beschäftigung mit deren persönlichen Situationen und Bedürfnissen sowie die Ausarbeitung geeigneter Anla-

gevorschläge bei vielen Anbietern nach wie vor ausbaufähig ist“, sagt Wittrock. Zu guter, zukunftssicherer Beratung gehöre dabei auch ein digitales Angebot. Das gelte nicht nur für Kunden, sondern auch für die Beratungsmittel, die Berater einsetzen könnten. Wittrock bemängelt: „Oftmals wird dieser Aspekt gerade bei traditionellen Instituten noch immer vernachlässigt, weil das klassische Klientel vergleichsweise alt ist.“ Die Zukunft liege aber in der jüngeren, digitalaffineren Generation.

### Notwendige Investitionen

Die Teilnehmer der Umfrage unserer Redaktion sind sich einig darin, dass sie diesen Wettbewerb um Kunden und Berater gewinnen wollen. Bis auf eine Privatbank investieren alle Institute bereits in ihr Advisory-Geschäft oder wollen dies spätestens im kommenden Jahr tun. So sagt Tobias Leps von der Bethman Bank: „Um zukunftsfähig zu sein, sind laufende Investitionen notwendig. Dies betrifft die IT-Infrastruktur, den Ausbau von Produkten und Dienstleistungen und natürlich auch unser Personal.“ Die Akquisition von Hauck Aufhäuser Lampe unterstreiche die Ambitionen der Bank, das Advisory auszubauen zu wollen. Herrmann von Berenberg beobachtet, dass die Nachfrage nach Anlageberatung zwar steige, sich aber dennoch Banken aus diesem Geschäft zurückziehen würden. „Daher wollen wir im Advisory personell wachsen“, stellt er klar.

Bevor die Privatbanken die Arbeitsverträge ihrer zukünftigen Berater unterzeichnen, wäre es vielleicht gar keine schlechte Idee diese auf eine kleine Spritztour einzuladen, um ihre Qualitäten als Beifahrer zu testen. ■

Katharina Erhard

# DIREKT

I  
Y

**Direktbeteiligungen sind für immer mehr Single Family Offices interessant. Sebastian Steuer vom Family Office Extorel erklärt, wie der erste Schritt in die Anlageklasse gelingt**

Immer häufiger ist bei Single Family Offices „Do it yourself“ und damit „DIY“ das Motto. Zunehmend beteiligen sich Single Family Offices nämlich direkt an privaten Unternehmen, wie mehrere Untersuchungen zeigen. Dabei sind Direktbeteiligungen wesentlich aufwendiger als traditionelle Anlageklassen. Beim Aufbau einer internen Direktbeteiligungseinheit müssen Verantwortliche strategisch überlegen, wie diese ausgestaltet werden kann.

Die wegweisende Frage: Wie tief will das Family Office in die Betreuung, die Gremienarbeit oder das operative Geschäft seiner Beteiligungen involviert sein? Ist es der Anspruch, finanzierte Unternehmen unmittelbar zu begleiten, muss sich das Family Office personell breiter aufstellen, als wenn externe Initiatoren verschiedene Tätigkeiten der Gesellschafterrolle wahrnehmen.

## Der Basisansatz mit Intermediären

Dieser Ansatz kann zielführend sein, wenn die Motivation für Direktbeteiligungen darin liegt, dem Portfolio eine Private-Equity-Komponente hinzuzufügen, ohne das „Blind Pool“-Risiko geschlossener Fonds zu tragen. Das Family Office möchte zwar Zielunternehmen selektieren, jedoch nicht intensiv an den Investments mitwirken. In dieser passiveren Form ist das Family Office in erster Linie Kapitalgeber. Seine Beteiligungseinheit benötigt Profile, die Sektoren und Märkte kennen, um Beteiligungsopportunitäten vorzuselektieren und zu bewerten.

Für die Due Diligence nutzen die Family Officer Informationen des externen Initiators, der typischerweise aus der Private-Equity-Landschaft stammt und bei institutionellen Fonds oder Beratungen Erfahrungen im Beteiligungsgeschäft gesam-

melt hat. Solche Intermediäre investieren meist selbst in das Zielunternehmen und fungieren als Bindeglied zum Family Office.

Welche Gesellschafterrechte beim Family Office verbleiben und welche die externe Einheit ausübt, regelt die Beteiligungs-dokumentation. Üblicherweise nimmt das Family Office Kontrollrechte wahr, während externe Vertreter bei Vertragsverhandlungen oder der Freigabe genehmigungspflichtiger Geschäfte entlasten. So kann eine Direktbeteiligungseinheit mit ein bis zwei Personen bereits ein diversifiziertes Portfolio steuern.

## Der aktive Ansatz

Wer einen aktiven Ansatz wählt, braucht umfangreichere Kapazitäten. Ein Family Office, das seine Beteiligungen mit aktiver Teilhabe unterstützen möchte, wird eng mit den Unternehmen zusammenarbeiten und auf externe Teams verzichten. Besonders Family Offices mit Branchenwissen können beraten oder im operativen Geschäft unterstützen.

Ein aktiver Ansatz bietet direktere Kontroll- und Initiativrechte. Aktive Family Offices können den Geschäftsverlauf oder einen Unternehmensverkauf besser beeinflussen. Auch können Kosten eine Rolle spielen: Externe Einheiten verursachen Management- und Performance-Gebühren, die Family Offices mit aktivem Ansatz selbst vereinnahmen könnten.

Es braucht jedoch mehr Ressourcen für jede Beteiligung und damit mehr Mitarbeiter. Das Family Office muss nicht nur Zielunternehmen prüfen und auswählen, sondern ist auch bei der Transaktion eingebunden; das Vertragswerk ist selbst zu verhandeln. Der Abstimmungsaufwand mit Stakeholdern wie Geschäftsführung,



Illustration: storyset/Freepik

Co-Investoren oder Anteilsverkäufern ist erheblich.

Nach Transaktionsabschluss bleibt das Family Office involviert: Es kann reiner Gesellschafter sein oder aktiv in Gremien mitwirken. So agieren Direktbeteiligungseinheiten von Family Offices selbst wie General Partners von Private-Equity-Gesellschaften.

### Das richtige Personal

Die passenden Mitarbeiter sollten neben finanzwirtschaftlichen Kenntnissen die Geschäftsmodelle und Wertschöpfungsketten der Unternehmen verstehen oder mit dem Tagesgeschäft der Beteiligungsunternehmen vertraut sein.

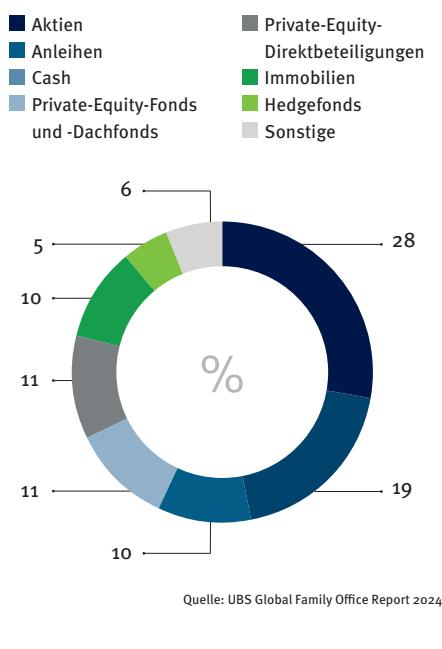
Zunehmend unterstützen Family Offices ihre Portfoliounternehmen auch außerhalb des Kerngeschäfts – etwa bei Buchhaltung, Steuern, Personalwesen oder Vertrieb. Das lohnt bei kleineren Zielunternehmen und ermöglicht Skaleneffekte im Portfolio.

Einen Juristen innerhalb der Einheit einzustellen, lohnt nur bei großen Family Offices; meist deckt eine erfahrene Kanzlei diesen Bedarf ab. Die im Family Office mit Transaktionen betrauten Personen müssen dennoch mit den Eigenheiten der Vertragswerke vertraut sein und gängige Klauseln zu asymmetrischen Gewinnverteilungen oder Mitverkaufsrechten beurteilen können.

Eine Senior-Position ist dort zielführend, wo die Family Officer mit erfahrenen Geschäftsführern oder Co-Investoren hinsichtlich Bildung und Erfahrung auf Augenhöhe verhandeln müssen. Diese Parameter sowie regionale Unterschiede und die Ar-

## Direktbeteiligungen fester Portfoliobestandteil

Immerhin 11 Prozent machen Private-Equity-Direktbeteiligungen in den Portfolios globaler Single Family Offices schon aus, wie eine Studie von UBS zeigt. Genauso groß ist der Anteil der Fondsinvestments in Private Equity



## Direktbeteiligungen im Fokus der Family Offices

Ganze 57 Prozent der Family Offices wollen mehr oder signifikant mehr Kapital in Direktbeteiligungen investieren, entsprechende Fonds stehen nicht so sehr im Fokus. Venture Capital spielt dagegen kaum eine Rolle

Anlageklasse	Anteil (in Prozent)
Private-Equity-Direktbeteiligungen	57
Private-Equity-Fonds	48
Immobilien	44
Aktien	42
Anleihen	34
Cash	33
Edelmetalle	29
Krypto und digitale Assets	25
Venture Capital	20
Fonds	19

Quelle: Roland Berger

Stand: 29. Januar 2025

beitsmarktsituation sind auch maßgeblich für das Vergütungsniveau der Rollen.

### Die Erfolgsmessung und -vergütung

Die Incentivierung spielt eine entscheidende Rolle in den Vergütungspaketen. Üblich ist, eine erfolgsabhängige Komponente an den Zielen der Vermögensträger auszurichten. Das Family Office muss nicht nur die Höhe festlegen, sondern auch einen Zeitrahmen vorgeben. Zu kurze Leistungsperioden setzen im langfristigen Beteiligungsgeschäft Fehlanreize.

Ein Beispiel: Incentiviert der Vermögensinhaber das Team nur für Veräußerungen innerhalb einer bestimmten Zeitperiode, deckt sich diese nicht immer mit dem optimalen Zeitpunkt. Zu langfristige Ziele wiederum dämpfen die Anreizwirkung. Mittelfristige Ziele, die den Investmentzyklen und damit drei bis fünf Jahren entsprechen, bringen die Interessen aller Beteiligten am besten in Einklang.

Die Ausgangssituationen von Vermögensträgern und Angestellten sind unterschiedlich. Die Family-Office-Mitarbeiter sind den Entscheidungen der Prinzipale unterworfen. Eine diskretionäre Komponente in der Vergütung kann darüber hinaus individuelle Wünsche der Prinzipale incentivieren und in wirtschaftlichen Abschwüngen gute Leistungen honorieren, die sich nicht unmittelbar in Finanzzahlen widerspiegeln.

### Die Aufgabe

Initiale Aufgabe der Einheit ist es, Beteiligungsopportunitäten zu finden. Die Quellen für Investments unterscheiden sich nicht von denen institutioneller Beteiligungsfonds: Investmentbanken, Boutiquen für Privatplatzierungen, Branchenkonferenzen und digitale Plattformen für Firmen, deren Kapitalbedarf kein Mandat einer Investmentbank rechtfertigt.

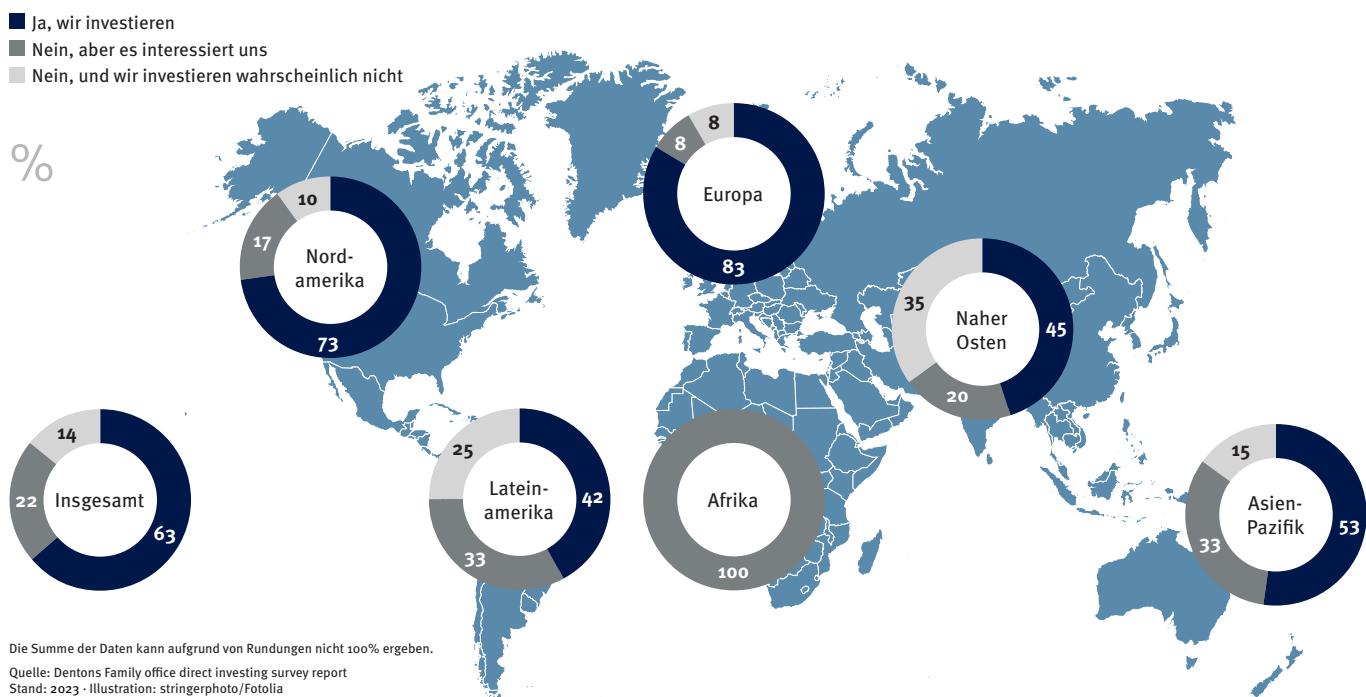
Auch der Austausch im eigenen Family-Office-Netzwerk oder – sofern vorhanden – im Netzwerk des Familienunternehmens ist wertvoll. Für die Due-Diligence-Prüfung kann je nach Kapazität externe Unterstützung hinzugezogen werden.

### Die Struktur

Für die gesellschaftsrechtliche Strukturierung ist individuelle steuerliche Beratung nötig. Family Offices verfügen meist über eine vermögensverwaltende Kapitalgesellschaft. Ob diese direkt Anteile halten sollte oder eine Zweckgesellschaft sinnvoll ist, ➤

## Europäische Family Offices führend bei Direktbeteiligungen

In Europa investieren vier von fünf Family Offices schon direkt in private Unternehmen – obwohl eine bessere Wertentwicklung gegenüber den Aktienmärkten oder Fondsinvestments nicht garantiert ist



hängt vom Einzelfall ab. Zwingend wird ein separater Rechtsträger, wenn nicht alle betreuten Familienmitglieder ihr Vermögen den Risiken direkter Beteiligungen aussetzen möchten.

### Die Infrastruktur

Bei umfangreicheren Beteiligungsaktivitäten ist eine zweckgerichtete Software-Unterstützung nötig, idealerweise integriert in die bestehende IT-Landschaft. Die Anforderungen unterscheiden sich von traditionellen Anlageklassen.

Es gilt nicht nur die umfangreiche Dokumentation zu Beginn einer Beteiligung zu verwahren. Im weiteren Verlauf entstehen durch Geschäftsberichte, Protokolle und Gesellschafterbeschlüsse viele Dokumente. Außerdem braucht das Family Office Berichte über die Wertentwicklung des Portfolios. Da Kursdaten fehlen, müssen Mitarbeiter diese aus Finanzkennzahlen erstellen.

Für Nachfinanzierungen oder Veräußerungen müssen die Implikationen von asymmetrischen Gewinnverteilungen kalkuliert werden. Eine passende Software-Lösung sollte mit den Prozessen harmonisieren.

### Die Entscheidung

Allen Elementen geht die strategische Überlegung voran, was die Beteiligungseinheit leisten soll – und worauf man verzichtet. Auch ein stufenweiser Aufbau ist möglich. Ohne Vorkenntnisse könnte ein Einstieg mit externen Initiatoren hilfreich sein, um Netzwerk und Best Practices zu entwickeln.

Die nötige Mitarbeiterzahl hängt von der Anzahl der Beteiligungen und der angestrebten Betreuungstiefe ab. Eine pauschale Aussage über die Kosten ist aufgrund der Gestaltungsfreiheiten in den Direktbeteiligungseinheiten schwierig; Vergleichsmaßstab für Vergütung sind institutionelle

Beteiligungsfonds. Daher wird sich eine professionelle interne Einheit nur dann lohnen, wenn die Anlageklasse Direktbeteiligungen einen wichtigen Baustein in der Gesamtallokation des Family Offices darstellen soll

Ein professionell aufgestelltes Team kann ohne Restriktionen institutioneller Fonds wie Fondslaufzeiten oder rigider Investmentbeträge agieren. Family Offices sind daher bei Zielunternehmen geschätzte Investoren. ■

### SERIE DIREKTBETEILIGUNGEN Teil 2: Strukturierung (04/25)



Der Autor **Sebastian Steuer** ist Investment-direktor im Family Office Extorel. Seit 2016 ist er für die illiquiden Vermögenswerte der Prinzipal-Familie Strascheg verantwortlich, welche zu einem großen Teil aus direkten Unternehmens-beteiligungen bestehen. Vor seiner Zeit im Family Office war er in verschiedenen Rollen im Banken-bereich tätig.



# VORREITER IM AKTIVEN ANLEIHEN- INVESTMENT

Einblicke und Lösungen zum Thema  
Anleihen, die auf einem Jahrhundert  
aktiver Investmenterfahrung aufbauen.  
[mfs.com/100years](http://mfs.com/100years)

Leid 1924

# „Der Mittelstand ist die Eintrittskarte“

Die Commerzbank hat das UHNWI-Geschäft in einer eigenen Einheit gebündelt – wie zuletzt einige Banken. Ein Gespräch über Produkte, Unabhängigkeit sowie Konkurrenz und Zusammenarbeit mit Family Offices

**private banking magazin:** Herr Ahlhorn, im Herbst vergangenen Jahres haben Sie das UHNWI-Geschäft in einem neuen Bereich gebündelt. Warum braucht es den?

**Sebastian Ahlhorn:** Die Überlegung, das UHNWI- und Family-Office-Geschäft auszubauen, gab es in der Commerzbank schon länger. Sie basiert auf unserem starken Wachstum der vergangenen Jahre. Wir haben ab Oktober 2024 die relevanten Kompetenzen und Abteilungen in einem eigenständigen Unternehmensbereich gebündelt. Darin haben wir bestehende Abteilungen aggregiert und neu ausgerichtet sowie neue Teams entlang der Wertschöpfungskette – zum Beispiel ein Großkunden-Kreditteam für Privatkunden – aufgebaut. Modularer Multi-Family-Office-Dienstleistungen innerhalb einer Universalbank mit globalen Zugängen: Das war und ist der Grundgedanke.

**Die Commerzbank hat eine neue Struktur im Privatkundengeschäft. Die Einstiegsgrenzen werden im Private Banking auf 250.000 Euro und im Wealth Management auf 2 Millionen Euro angehoben. Wann werden Kunden denn bei Ihnen betreut?**

**Ahlhorn:** Im Grundsatz starten wir bei 30 Millionen Euro investierbarem Vermögen. Ein Großteil der Investmentopportunitäten, die wir vorstellen – das umfasst auch Direktbeteiligungen, Co-Investments –, aber auch Dienstleistungen sind auf dieses Größencluster angelegt. Unsere Erfahrung hat aber gezeigt, dass es in Einzelfällen für Mandanten und Bank zielführend sein kann, darunter anzusetzen. Beispiel: Ein Start-up-Unternehmer nach einem Exit,

bei dem nicht sofort 100 Millionen Euro geflossen sind, sondern 10 oder 15 Millionen Euro. Oder bei Mandanten, die die Commerzbank als einen Vermögensverwalter neben anderen haben und bei denen wir den von uns verwalteten Anteil am Gesamtvermögen erhöhen wollen.

**In der liquiden Vermögensverwaltung haben Sie mit Yellowfin eine Asset-Management-Tochter im Haus, die sich explizit auch an hochvermögende Privatkunden wendet. Wie läuft die Zusammenarbeit ab?**

**Ahlhorn:** Die Bank setzt im Asset und Wealth Management neben der eigenen Vermögensverwaltung auf ein modulares Multi-Boutique-Modell: Ob Yellowfin, Aquila Capital für Investments in erneuerbare Energien und nachhaltige Infrastrukturprojekte oder die Commerz Real – wir können für alle relevanten Assetklassen interne Konzern- und Boutique-Lösungen bieten und bedarfswise weitere Lösungen durch unsere zahlreichen Kooperationspartner darstellen. Wir als UHNWI & FO agieren dabei als Intermediär. Der Mandant entscheidet, welche Lösung final gewählt wird. Klar ist: Unsere Boutiquen müssen sich im Benchmark-Vergleich beweisen.

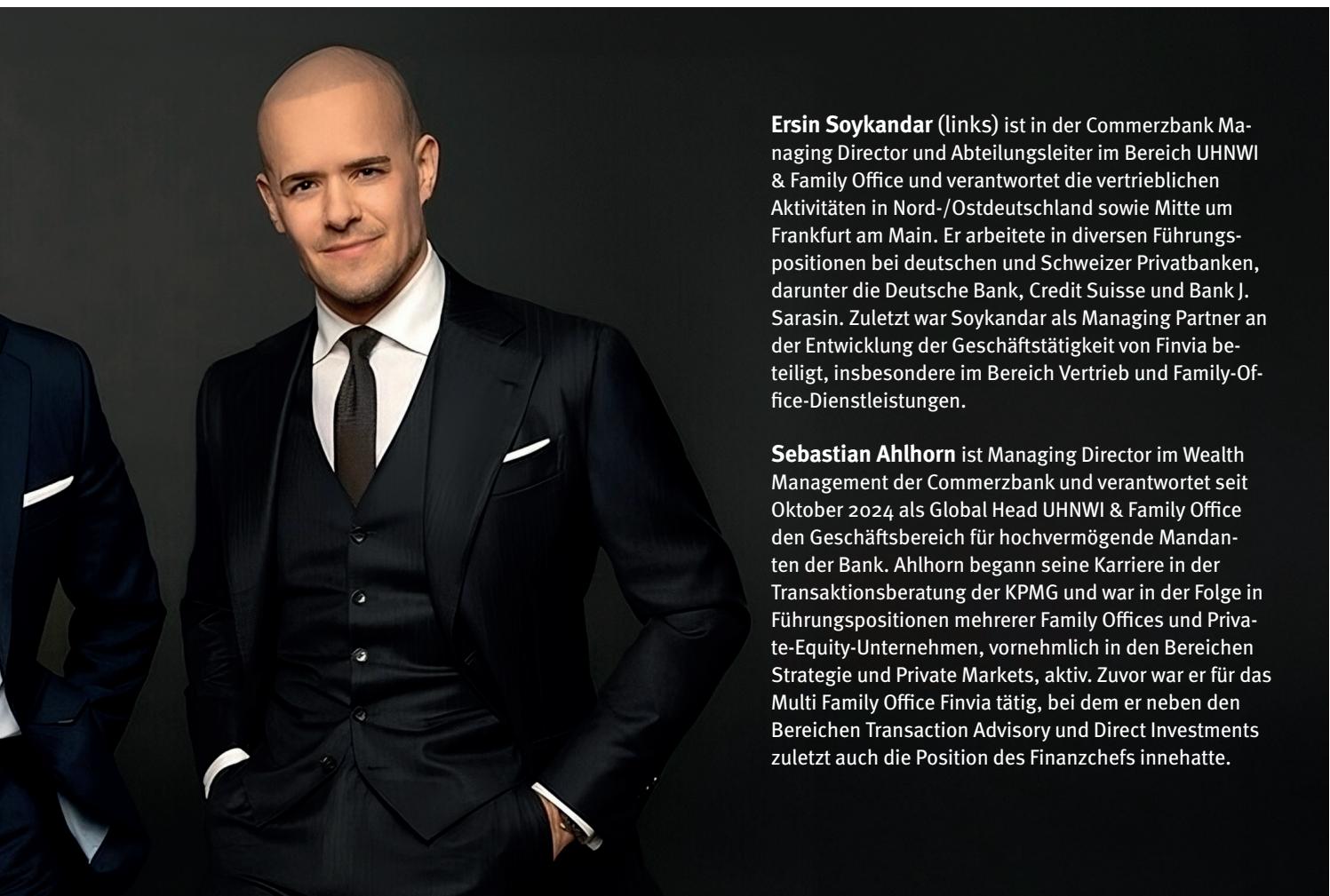
**Neben Ihrem Haus kündigten unter anderem auch die Deutsche Bank, die Hypovereinsbank und Merck Finck im vergangenen Jahr UHNWI-Strategien an. Woher kommt der offenbar große Appetit auf das Geschäft mit Hochvermögenden? Ist es die einfache Rechnung: hohe Vermögen gleich hohe Margen?**



**Soykandar:** Die Ansprüche der Mandanten werden zunehmend komplexer: Wir erleben derzeit viele Vermögensübergänge und Unternehmensverkäufe. Die nächste Generation möchte nachhaltiger investieren. UHNWIs haben immer mehr internationale Beteiligungen. Vermögenscontrolling soll nicht mehr nur die liquiden Vermögenswerte, sondern die gesamte Vermögensallokation umfassen. Einige Banken erkennen das und stellen sich neu auf, um die entstehenden Ansprüche an die Beratung zu erfüllen.

**Wie kann man sich im UHNWI-Segment differenzieren? Das Komplett Paket schreiben sich alle Anbieter auf die Fahne.**

**Ahlhorn:** Unsere Marktführerschaft im Mittelstand ist im Idealfall auch Trumpf, aber mindestens Eintrittskarte für das UHNWI-Geschäft. Darüber hinaus sind wir bereit, große Immobilien- oder Infrastrukturgeschäfte zu finanzieren. Das macht uns für die Zielgruppe zusätzlich attraktiv.



**Ersin Soykandar** (links) ist in der Commerzbank Managing Director und Abteilungsleiter im Bereich UHNWI & Family Office und verantwortet die vertrieblichen Aktivitäten in Nord-/Ostdeutschland sowie Mitte um Frankfurt am Main. Er arbeitete in diversen Führungspositionen bei deutschen und Schweizer Privatbanken, darunter die Deutsche Bank, Credit Suisse und Bank J. Sarasin. Zuletzt war Soykandar als Managing Partner an der Entwicklung der Geschäftstätigkeit von Finvia beteiligt, insbesondere im Bereich Vertrieb und Family-Office-Dienstleistungen.

**Sebastian Ahlhorn** ist Managing Director im Wealth Management der Commerzbank und verantwortet seit Oktober 2024 als Global Head UHNWI & Family Office den Geschäftsbereich für hochvermögende Mandanten der Bank. Ahlhorn begann seine Karriere in der Transaktionsberatung der KPMG und war in der Folge in Führungspositionen mehrerer Family Offices und Private-Equity-Unternehmen, vornehmlich in den Bereichen Strategie und Private Markets, aktiv. Zuvor war er für das Multi Family Office Finvia tätig, bei dem er neben den Bereichen Transaction Advisory und Direct Investments zuletzt auch die Position des Finanzchefs innehatte.

### Sie waren beide zuletzt für das Multi Family Office Finvia tätig. Was haben Sie als Großbank Family Offices und unabhängigen Vermögensverwaltungen voraus?

**Soykandar:** In einem Family Office konnten wir nur eine 180-Grad-Beratung bieten. Die anderen 180 Grad – das klassische Bankgeschäft von der Kontoeröffnung über den Zahlungsverkehr bis hin zum wichtigen Thema Finanzierung – haben gefehlt. Für eine komplette Betreuung braucht es immer auch Banken. Dass wir Mandanten sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite nahtlos betreuen können, ist der wesentliche Vorteil.

### Andersherum: Unabhängigkeit erwarten aufgeklärte Hochvermögende oder Single Family Offices bei Ihnen sicher nicht, oder?

**Ahlhorn:** Unabhängigkeit steht im Spannungsfeld mit dem Margendruck, den viele Multi Family Offices haben. Insbesondere kleinere Anbieter sind oft nicht in der Lage, ausreichend eigene Konzepte zu lancieren,

sodass es für eine vernünftige Diversifikation funktioniert. Sprich: Sie müssen – wenn es White-Label-Produkte sind – mit Banken und Fondsinitiatoren zusammenarbeiten. Dabei entsteht ebenfalls ein gewisses Bias, das man nicht wegdiskutieren kann. Es gibt viele Family Offices, die machen das transparent gegenüber ihren Mandanten – es gibt aber auch solche, die das nicht oder unzureichend tun.

**Soykandar:** Wir arbeiten mit ausgewählten Multi Family Offices zusammen, und es gibt andere Banken, die interessante Konzepte haben. Ein Beispiel: Wir haben ein Investment für ein großes Infrastrukturprojekt im Bereich KI, stellen das einem Multi Family Office vor, das wiederum genau zu diesem Investmentthema eine Nachfrage seiner Mandanten erfährt. Wenn das Family Office seinen Mandanten unser Konzept oder das einer anderen Bank vermittelt, stellt das nicht dessen Unabhängigkeit infrage. Es ist alles eine Frage von Struktur und uneingeschränkter Transparenz.

### In der Vergangenheit hat die Commerzbank mal das Private Banking gestärkt, dann die Einstiegsgrenzen angehoben, Standorte geschlossen, wieder eröffnet. Wie langfristig ist die Aufstellung, die Sie jetzt haben?

**Ahlhorn:** Die aktuelle Anpassung ist das Ergebnis des starken Wachstums der Bank im Premiumsegment. Wenn die daraus folgende Konsequenz die Eröffnung neuer Standorte ist, dann freut uns das sehr. Darüber hinaus ist es aus unserer Sicht nur konsequent, in einer Zeit von zunehmendem Individualismus unser Angebot laufend auf die Bedürfnisse unserer Mandanten zuzuschneiden.

**Soykandar:** Wenn Private-Banking-Kunden mit uns wachsen, dann übernimmt das Wealth Management und irgendwann vielleicht auch unser UHNWI-Team. ■

Das Gespräch führte Clemens Behr



Das ganze Gespräch finden Sie online hier:  
[private-banking-magazin.de](http://private-banking-magazin.de)

# WOHN UND WEHE

Um Erbschaftsteuern zu sparen, können vermögende Familien ihr Immobilienportfolio bislang als Wohnungsunternehmen strukturieren. Doch wie lange noch?



Viele Familienunternehmer wollen ihr Vermögen erbschaftsteuerbegünstigt übertragen. Doch die Betriebsvermögensbegünstigung steht – auch nach der Bundestagswahl, in deren Vorfeld sich die Reformdebatte im Erbschafts- und Schenkungsteuerrecht verschärft – weiter im Fokus. Eine Gestaltungsoption bei der Vermögensübertragung ist, ein Immobilienportfolio als Wohnungsunternehmen zu strukturieren, das unter bestimmten Voraussetzungen erbschaftsteuerbegünstigt übertragen werden kann. Ob das auch in Zukunft möglich ist, ist jedoch ungewiss. Ein Mitte Februar veröffentlichtes Urteil des Finanzgerichts Münster (Urteil vom 10. Oktober 2024, Az. 3 K 751/22 F) stellt erhöhte Anforderungen, die für viele Betroffene nur schwer umzusetzen sein dürften.

In dem Verfahren ist derzeit die Revision beim Bundesfinanzhof (BFH) anhängig (Az. II R 39/24). Je nachdem, wie das Revisionsverfahren ausgeht, könnte sich das Fenster für Wohnungsunternehmen in absehbarer Zeit schließen.

## Grundlagen

Nach den §§ 13a bis c und 28a ErbStG kann Betriebsvermögen steuerbegünstigt – un-

ter bestimmten Voraussetzungen sogar steuerfrei – auf die nächste Generation übertragen werden. Grundvoraussetzung ist, dass es sich bei den übertragenen Wirtschaftsgütern nicht um schädliches Verwaltungsvermögen handelt. Dieses ist voll mit Erbschaftsbeziehungsweise Schenkungsteuer zu versteuern. Denn der Gesetzgeber sieht das Verwaltungsvermögen als nicht betriebsnotwendig an.

Zum Verwaltungsvermögen gehören grundsätzlich auch Grundstücke, die Dritten zur Nutzung überlassen sind, insbesondere vermietete Immobilien. Handelt es sich dabei jedoch um Wohnungen, konnte bisher die Rücknahme für Wohnungsunternehmen greifen. Danach gehören Grundstücke nicht zum Verwaltungsvermögen, wenn sie zum Betriebsvermögen eines Unternehmens zählen, dessen Hauptzweck die Vermietung von Wohnungen ist und dies wiederum einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb erfordert.

In diesem Fall gelten die Grundstücke als betriebsnotwendiges Vermögen. Die Steuerbefreiungen für Betriebsvermögen sollen dessen Substanz schützen. Interessant ist zudem, dass die Vermietung von Wohnungen nur den Hauptzweck der

betrieblichen Tätigkeit ausmachen muss. Ist diese Voraussetzung erfüllt, sind unter bestimmten Voraussetzungen bislang auch andere vermietete Grundstücke des Unternehmens kein Verwaltungsvermögen, beispielsweise vermietete Gewerbeimmobilien.

## Was bisher geschah

Zwischen der Finanzverwaltung und der Rechtsprechung umstritten ist bislang die Frage, ab wann es einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb erfordert, um Wohnungen zu vermieten. Die Finanzverwaltung geht bislang davon aus, dass das betreffende Unternehmen mehr als 300 eigene Wohnungen halten muss, die eine Mindestgröße von 20 Quadratmetern haben und in denen ein eigenständiger Haushalt geführt werden kann. Heißt: Unter anderem müssen Küche und Bad vorhanden sein.

Dies gilt als Regelvermutung. Daher prüft die Finanzverwaltung den wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb nicht weiter. Aber auch unterhalb dieser Grenze können – bei entsprechender Strukturierung – die Voraussetzungen eines Wohnungsunternehmens erfüllt sein.

Für den BFH reicht es allein nicht aus,

große Wohnungsbestände zu vermieten, um einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb anzunehmen. Das geht aus einem Urteil von 2017 hervor. Erforderlich sei, dass das Unternehmen neben der Wohnungsvermietung erhebliche Zusatzleistungen erbringt, etwa, dass die Wohnungen gereinigt oder die Objekte überwacht werden. Die Finanzverwaltung reagierte auf das BFH-Urteil im Jahr 2018 mit einem Nichtanwendungserlass. Das bedeutet, die Verwaltung wendet die Grundsätze des BFH-Urtells nicht analog auf vergleichbare Fälle an und hält weiterhin an der quantitativen Betrachtung fest.

### Das Urteil des FG Münster

In einem neuen Urteil hat sich das Finanzgericht Münster nun abermals mit den Voraussetzungen des Wohnungsunternehmens befasst. Gegenstand des Verfahrens: die Schenkung eines Kommanditanteils einer GmbH & Co. KG. Die KG hielt umfangreichen Grundbesitz – allerdings unterhalb der Schwelle von 300 Wohnungen –, den sie an Dritte zu Wohnzwecken vermietete. Zusätzlich vermietete die Gesellschaft Küchenzeilen mit, stellte Gemeinschaftsräume und Hausanschlüsse für Satellitenanlagen und Internet zur Verfügung, lieferte selbst produzierte Energie, bot einen Hausmeister-, Gärtner- und Reinigungsdienst und kontrollierte regelmäßig Brennpunkt-Immobilien. Dafür beschäftigte die KG eigene Mitarbeiter.

Das Finanzamt lehnte eine Begünstigung als Wohnungsunternehmen mit dem Hinweis ab, dass das Erfordernis eines wirtschaftlichen Geschäftsbetriebs fehle. Das Finanzgericht gab dem Finanzamt recht.

Zur üblichen Vermietungstätigkeit gehörten die Wohnungsverwaltung und deren Bewirtschaftung sowie damit zusammenhängende Tätigkeiten, wie Mieter zu suchen, den Mietvertrag zu erstellen, die Wohnung zu übergeben oder Betriebskostenabrechnungen zu erstellen. Auch gemeinschaftlich genutzte Räumen zu reinigen, Außenanlagen zu pflegen und die Räum- und Streupflicht zu erfüllen sowie mit Strom, Wärme und Wasser zu versorgen, gehöre dazu.

Einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb erfordere die Vermietung nach Auffassung des Finanzgerichts Münster nur, wenn der Vermieter bestimmte Sonderleistungen erbringt, wie Wohnungen zu reinigen, Bettwäsche zu wechseln oder

Gebäude zu bewachen. Auch einen Aufenthaltsraum mit Fernseher bereitzuhalten oder ein Krankenzimmer könnten diese Voraussetzungen erfüllen. Auf die Zahl der vermieteten Wohnungen komme es dagegen nach Auffassung des Gerichts nicht an. Hier schließt sich das Finanzgericht Münster dem BFH-Urteil aus 2017 an. Gegen das Urteil des FG Münster wurde Revision zum BFH eingelegt.

### Einordnung des Urteils

Diese Revision hat nach Ansicht der Autoren aber wenig Aussicht auf Erfolg. Wie schon 2017 ist das Verfahren beim Zweiten Senat des BFH anhängig, der bereits damals zugunsten einer qualitativen Betrachtung entschied. Bereits im Jahr 2020 war abermals ein Urteil des Finanzgerichts Münster, das den wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb ablehnte, zur Revision beim BFH. Dort handelte es sich um einen Firmenverbund mit mehr als 700 Wohnungen. Diese Revision wurde jedoch vom Steuerpflichtigen zurückgenommen.

In der Gesamtschau ist daher nicht zu erwarten, dass der BFH nun seine Meinung ändert und das Urteil des Münster-

gerichts aufhebt. Ob es nach einem BFH-Urteil einen weiteren Nichtanwendungserlass der Finanzverwaltung geben wird, ist ebenfalls unklar, aber nicht sehr wahrscheinlich. Die Steuerbegünstigung von Wohnungsunternehmen würde dann nur noch auf sehr wenige Fälle angewendet werden, zum Beispiel bei Kurzzeitvermietungen oder Boardinghouses.

### Handlungsoptionen

Familien mit umfangreichen Immobilienbestand sollten daher überlegen, die Begünstigung für Wohnungsunternehmen zu nutzen, solange das noch möglich ist. Mit einer Entscheidung des BFH ist im Regelfall innerhalb von zwei bis drei Jahren zu rechnen. Zielgerichtete Gestaltungsoptionen ermöglichen es, auch langfristig die erbschaftsteuerliche Befreiung zu erhalten.

In jedem Fall zeigt das Urteil deutlich, dass das Vermögen sorgfältig rechtlich und steuerlich strukturiert werden sollte, bevor es an die nächste Generation übergeben wird. Gerade bei umfangreichem Immobilienbestand ist das entscheidend, damit die Nachfolge gelingt. ■



Die Autorin **Vanessa Schäfers** berät bei Rödl & Partner vermögende Privatpersonen und Familienunternehmen bei der Nachfolge. Ihr Fokus liegt dabei auf der erbrechtlichen und erbschaftsteuerlichen sowie stiftungsrechtlichen Beratung.



Der Autor **Andreas Pilz** berät bei Rödl & Partner Family Offices und Private Clients im nationalen und internationalen Steuerrecht. Zudem ist er im Bereich der strukturellen und organisatorischen Beratung von Family Offices tätig.



Der Autor **Felix Link** berät bei Rödl & Partner nationale und internationale Familienunternehmen und -unternehmer bei der Nachfolge. Seine Schwerpunkte sind gesellschafts-, erb- und stiftungsrechtliche sowie erbschaftsteuerliche Beratung.



*Mike Siegel, globaler  
Leiter für Versicherungsver-  
mögensverwaltung und  
Liquiditätslösungen bei  
Goldman Sachs  
Asset Management*

## Versicherer setzen auf Private Debt

**INFLATIONSÄNGSTE:** 58 Prozent der Versicherer planen, die Allokation in Private Credit/Debt in den nächsten zwölf Monaten zu erhöhen. Das geht aus der 14. globalen Umfrage von Goldman Sachs Asset Management unter Versicherern hervor. Die Umfrage bündelt Antworten von 405 Investment- und Finanzchefs aus Versicherungsunternehmen, deren gesamtes verwaltetes Vermögen 50 Prozent des Bilanzvermögens des globalen Versicherungssektors entspricht. Angesichts der geopolitischen Lage ist über die Hälfte der Versicherer besorgt über die Auswirkungen der Inflation auf ihre Portfolios. Laut Umfrage stellen folgende fünf makroökonomische Themen das größte Risiko für die Anlageportfolios der Versicherer dar: Inflation (52 Prozent); Konjunkturabschwächung/Rezession in den USA (48 Prozent); Volatilität der Kredit- und Aktienmärkte (47 Prozent); geopolitische Spannungen (43 Prozent) und Zölle/Handelsstreitigkeiten (32 Prozent). Die Nachfrage nach Privatmarktanlagen bleibt stabil, hier erwarten Versicherer die höchsten Renditen in den kommenden zwölf Monaten.



**Ulrich Pohl, Bartolt Haase  
& Jörg Uwe Goldback (von links)**

## Bethel-Stiftung regelt Vorstandsnachfolge

**NACHFOLGE:** Der Verwaltungsrat der v. Bodelschwinghschen Stiftungen Bethel hat die Vorstandsnachfolge des Stiftungsverbunds geregelt. Pastor Bartolt Haase folgt auf den Vorstandsvorsitzenden Ulrich Pohl. Dieser scheidet turnusmäßig zum 31. Januar 2026 aus dem Vorstand aus. Haase ist seit Februar stellvertretender Vorstandsvorsitzender.



**Niklas Georg**

## Vom Asset Management zum Versorgungswerk

**GESCHÄFTSFÜHRUNG:** Niklas Georg ist neuer Geschäftsführer des Versorgungswerks der rheinland-pfälzischen Rechtsanwaltskammern und zuständig für Kapitalanlagen. Diese Aufgabe teilt er sich mit Peter Klöckner. Georg kommt von der HSBC. Dort war er stellvertretender Vorsitzender der Geschäftsführung und Leiter des institutionellen Vertriebs in der DACH-Region im deutschen Asset Management.

FOTO: PROVINZIAL / UNION REISEVERSICHERUNG



Ulrich Scholten &  
Andreas Kolb (von links)

## Provinzial steigt indirekt bei Amprion ein

**KOOPERATION:** Der Konzern Versicherungskammer und die Provinzial kooperieren. Die Provinzial erwirbt 35 Prozent der Anteile an der Haltegesellschaft der Versicherungskammer an Amprion und wird dadurch mittelbarer Gesellschafter. Amprion ist ein deutscher Übertragungsnetzbetreiber, der das zweitgrößte Höchstspannungs-Stromnetz in Deutschland betreibt.

FOTO: UNION INVESTMENT



Henrike Waldburg

## Union Investment verliert Investmentchef

**ABSCHIED:** Martin Brühl hat Anfang April Union Investment verlassen. Er war Geschäftsführer und Investmentchef von Union Investment Real Estate. Seine Aufgabe als Investmentchef übernimmt kommissarisch Henrike Waldburg. Sie ist seit knapp 20 Jahren im Unternehmen und verantwortet als Mitglied der Geschäftsführung den Bereich Asset Management.

FOTO: BAFIN / MATTHIAS SANDMANN



Julia Wiens

## Bafin prüft Private-Debt-Geschäft von Versicherern

**KONTROLLE:** Die Finanzaufsicht Bafin möchte, dass Versicherer ihre privaten Kreditinvestitionen besser prüfen. Grund: Mehrere Marktteilnehmer erlitten in den vergangenen Jahren Verluste wegen ihrer Kreditvergaben an Immobilienunternehmen. Die Bafin beaufsichtigt gut 500 Versicherer und fragte bei 30 bis 40 Unternehmen mit überdurchschnittlich hohen Investitionen in alternative Anlagen nach, wie sie diese prüfen. Das sagte Julia Wiens, Leiterin der Versicherungsaufsicht, in einem Interview mit Bloomberg. Unter anderem die Insolvenz des Sigma-Konglomerats von René Benko, der Zusammenbruch zahlreicher Projektentwickler und die Restrukturierung des Vermieters Adler Group zogen Milliardenverluste nach sich. Auch Versicherer und Pensionsfonds gehörten zu den Kreditgebern. „Versicherer sind im Allgemeinen frei, ihre eigenen Anlageentscheidungen zu treffen, solange sie über ein anständiges Risikomanagement mit angemessener Personalausstattung und dem nötigen Know-how verfügen“, so Wiens.

FOTO: SOLUTIO



Steffen Ingignoli

FOTO: ALH-GRUPPE



Alexander Mayer

## ALH-Gruppe mit neuem Vorstand

**VORSTAND:** Alexander Mayer ist neuer Finanzvorstand der ALH-Gruppe und folgt auf Martin Rohm, der mit 62 Jahren in den Ruhestand geht. Er übernimmt damit als Vorstandsmitglied das Ressort Kapitalanlagen und Finanzen. Damit verantwortet Mayer gut 44 Milliarden Euro Kapitalanlagen und das Rechnungswesen mit Zahlungsverkehr. Er war seit 2002 bei der Wüstenrot & Württembergischen tätig.

## Solutio mit neuem Führungsmitglied

**NEUZUGANG:** Steffen Ingignoli ist seit April Direktor Produktmanagement und Entwicklung bei Solutio, einem Anbieter von Anlagekonzepten für institutionelle Investoren. Er kommt von Barmenia, bei der er unter anderem Leiter Alternative Investments war, Geschäftsführer bei Barmenia Next Strategies und Senior Portfoliomanager bei Barmenia Gothaer Asset Management.

*Ein Architekt bei der Arbeit:  
Der Beruf des Architekten zählt zu  
den Kammerberufen – wie auch  
der des Arztes, des Rechtsanwalts  
oder des Wirtschaftsprüfers.  
Deren Altersvorsorge verwalteten in  
Deutschland die berufsständischen  
Versorgungswerke – die zuletzt in  
der Öffentlichkeit standen*



**VERPLANT, VERSORGT,**

**VERUNSICHERT**

**MEDIENBERICHTE ÜBER VERSORGUNGSWERKE VERUNSICHERN KAMMERBERUFLER.  
UND IN DER TAT: DIE LAGE BERUFSSTÄNDISCHER VERSORGUNGSWERKE IST  
HERAUSFORDERND, ABER NICHT AUSSICHTSLOS. DAS ZEIGT DER BLICK IN  
DEREN GESCHÄFTSBERICHTE. EINE BESTANDSAUFNAHME**

**K**ammerberufe wie Arzt, Steuerberater oder Architekt zeichnet aus, dass für sie standes- und berufsrechtliche Zugangsregeln gelten. Warum? Wikipedia liefert eine erheiternde Antwort: „Der berufsrechtlich geregelte Zugang soll sicherstellen, dass Berufsanwärter persönlich und fachlich ausreichend qualifiziert sind und ihren Beruf gewissenhaft nach bestimmten Qualitätsstandards ausüben können.“

Erheiternd ist das, weil es ja durchaus auch bei anderen Berufsanwärtern erstrebenswert scheint, dass sie der richtige Typ für den jeweiligen Job sind und genug Fachwissen haben. Jedenfalls werden das Kammerberufler auch von denen erwarten, die ihre Renten in berufsständischen Versorgungswerken verwalten.

### Negativbeispiel aus Berlin?

Der ein oder andere Kammerberufler zweifelt daran wohl gerade, vor allem die Mitglieder des Versorgungswerks der Zahnärztekammer Berlin. Laut Medienberichten der „Wirtschaftswoche“ kämpft das Versorgungswerk zum einen mit weiter drohenden Abschreibungen aus Kapitalanlagen, zum anderen aber auch damit, dass für einige der Verantwortlichen Interessenskonflikte auf der Hand liegen könnten. Fakt ist, dass das Versorgungswerk im Jahr 2023 fast 65 Millionen Euro abschreiben musste. Das drückte die Nettoverzinsung auf 0,64 Prozent und damit deutlich unter den Rechnungzinssatz von 3,00 Prozent. Auch im Jahr 2022 verfehlte das Versorgungswerk sein Ziel. Für 2024 droht das dritte Jahr in Folge mit einer Nettorendite unterhalb des Rechnungzinsses. Eine Situation mit „potenziell dramatischen Folgen“, wie es die „Wirtschaftswoche“ schrieb?

Der Blick auf Nettoverzinsung respektive Nettorendite sowie Rechnungzinssatz ist wichtig. Ihr Zusammenspiel entscheidet über Wohl und Wehe der Renten Tausender Kammerberufler. Denn: Aktuare berechnen, wie viel Kapital das Versorgungswerk für die Rente des jeweiligen Mitglieds zurückstellen muss. Variablen in der Rechnung sind Alter und Geschlecht der jeweiligen Mitglieder, aber auch die Sterbe- oder Invalidierungswahrscheinlichkeiten oder der Familienstand. Der Rechnungzinssatz ist der Zinssatz, mit dem die Aktuare dann die künftig notwendigen Zahlungen auf ihren heutigen Wert abdiskontieren. Was andersherum

bedeutet: Die Versorgungswerke müssen den Wert der aktuellen Deckungsrückstellungen jährlich mit einer Nettorendite verzinsen, die oberhalb des Rechnungzinssatzes liegt. Nur so können sie die versprochenen Renten auch zahlen. Wichtig dabei ist: Die Renten steigen über den Rechnungzinssatz bereits nach und nach. In Zeiten, in denen der Rechnungzinssatz also über der Inflationsrate rangiert, gleicht das Versorgungswerk die Geldentwertung aus. Klappt das nicht, können Versorgungswerke die Rentenzahlungen jährlich „dynamisieren“. Dafür braucht es aber auch entsprechende Rückstellungen.

In der Niedrigzinsphase dümpelte die Inflationsrate zwar zuverlässig unter der Marke von 2 Prozent und damit unter den Rechnungzinssätzen von damals noch um die 4 Prozent. Allerdings fehlte das Instrumentarium, um diese Marke mit der Nettorendite zu schlagen. Diesem Dilemma begegneten die Versorgungswerke auf zweierlei Weise. Wie genau, das lässt sich am Beispiel des Versorgungswerks der Berliner Zahnärztekammer gut aufzeigen.

### Von Zinsen und Anlagen

Der erste Hebel der Versorgungswerke lag im Portfolio selbst: „Die Niedrigzinsphase zwang viele Versorgungswerke dazu, ihr Portfolio um ertragsstärkere Anlagen zu erweitern“, erklärt Marcus Burkert, Bereichsvorstand für das Institutional Consulting bei Feri. Beispiel: Beim Versorgungswerk der Berliner Zahnärzte waren Ende 2013 Schuldscheindarlehen zum einen und Renten- sowie Geldmarktfonds zum anderen mit jeweils rund 23 Prozent die zwei größten Portfoliopositionen. Zehn Jahre danach verteilt sich fast die Hälfte der Kapitalanlage auf verbundene Unternehmen und Beteiligungen sowie Ausleihungen an ebensolche. Verbrieft ist, dass mit Element eine der Beteiligungen insolvent ist – und für das Geschäftsjahr 2024 das Versorgungswerk deshalb sowohl bei den Beteiligungen als auch bei den Ausleihungen abschreiben muss. Das Risiko stieg also.

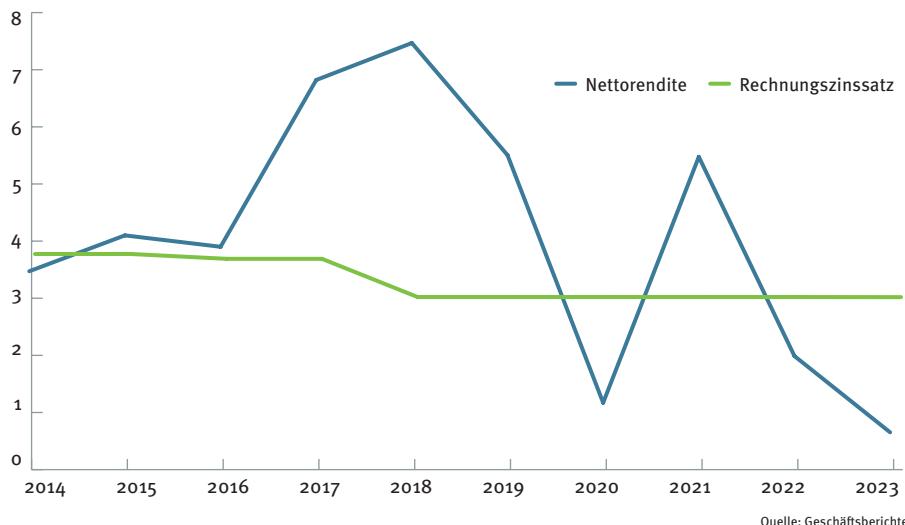
Der zweite Hebel war der Rechnungzinssatz selbst. Den senkten die Versorgungswerke in den vergangenen Jahren zeitweise oder dauerhaft ab. Mathematisch bedeutet das: Die Aktuare zinsen die zukünftigen Verpflichtungen mit einer niedrigeren Rate ab – weshalb die Deckungsrückstellung dafür schon heute höher sein muss. Dazu müssen die Versor-

gungswerke entweder die Bilanz „verlängern“, indem sie etwa stille Reserven auf der Aktivseite aufdecken. Oder sie setzen auf einen sogenannten Passivtausch, buchen beispielsweise Kapital aus der Zins schwankungsreserve in die Deckungsrückstellung um. Und zwar immer genau den Wert, den es durch den niedrigeren Rechnungszins in der Deckungsrückstellung schon zum aktuellen Zeitpunkt braucht. „Je solider die Rücklagen, desto flexibler die Finanzierung der Rechnungzinssenkung“, erklärt Burkert. Auch hier ein Beispiel: Wie viele andere senkte auch das Versorgungswerk der Berliner Zahnärzte den Rechnungzinssatz: Im Jahr 2017 beschloss die Vertreterversammlung, den Rechnungszins auf dann nur noch 3 Prozent für alle Anwartschaften zu drücken. Im Jahr 2018 zwackte das Versorgungswerk deshalb aus den Erträgen der zwei vorherigen Jahre 150 Millionen Euro ab, um die Deckungsrückstellung deutlich zu erhöhen – und finanzierte damit den niedrigeren Rechnungzinssatz. Den das Versorgungswerk in den Geschäftsjahren 2022 und 2023 aber trotzdem verfehlte.

Droht bei mehr Risiko und niedrigen Rechnungzinsszenarien also wirklich der „Renten-Schock“, weil sich „die Versorgungswerke verzockt“ haben, wie die „Wirtschaftswoche“ im Mai 2024 schrieb? Das Versorgungswerk der Berliner Zahnärzte sieht das naturgemäß anders – und auch Versorgungswerke, die nicht in den Medienberichten auftauchten. Während das Berliner Versorgungswerk gar rechtliche Schritte prüfte, veröffentlichten die Hessische Zahnärzte-Versorgung und das Versorgungswerk der Zahnärztekammer Westfalen-Lippe eine Stellungnahme. Sie bemängelten, dass die Presse pauschal versuche, den „Eindruck zu erwecken, alle Versorgungswerke hätten in der Negativzinsphase in solche Anlagen investiert“. Das stimme aber nicht. Die Probleme des Berliner Versorgungswerks sind demnach nicht die Regel, sondern eine unschöne Ausnahme. Die Geschäftsführer des Versorgungswerks der Zahnärztekammer Nordrhein vermuten mit Blick nach Berlin eine „mangelnde Risikostreuung“ als Ursache der Probleme. Bei der Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen – kurz: ABV – als Spitzenorganisation der Pflichtversorgungseinrichtungen geht man davon aus, dass die in den Medienberichten genannten Versorgungswerke die „jeweiligen >

## Nettorendite des Versorgungswerks der Zahnärztekammer Berlin

Zwischen 2017 und 2018 senkte das Versorgungswerk den Rechnungszinssatz ab – erkennbar an der Delle in der grünen Kurve. Die Nettorendite übertraf teilweise deutlich die Rechnungszinsen – in 2020 sowie in 2022 und 2023 sackte sie aber klar ab



Sachverhalte intern aufklären und die entsprechend notwendigen Konsequenzen ziehen“. Das geschah in Berlin: Ein verantwortlicher Direktor ist freigestellt, der Verwaltungsausschuss umstrukturiert.

### Stresstests und Regeln gegen Risiko

Die Regulatorik soll solche Schritte eigentlich vorher verhindern. So stellt Ferri-Mann Burkert klar: „Die Anlageverordnung setzt klare Grenzen: Sie definiert zulässige Anlageformen, Mischungs- und Streuungsquoten und legt quantitative Beschränkungen für einzelne Asset-Klassen fest.“ Die Gesetzgeber weichen die Quoten für risikoreicheren Anlagen aber nach und nach auf. Mehr Risiko war gewünscht. So erhöhte die Bundesregierung per Verordnung erst gerade die zulässige Risikokapitalquote auf 40 Prozent. Das Berliner Zahnärzte-Versorgungswerk hielt sich wohl an die Vorgaben, auch freiwillige Stresstests hatten die Verantwortlichen durchgeführt. Diese Stresstests kommen teilweise vom ABV, der auch Leitfäden für das Risikomanagement und Asset-Liability-Management-Studien entwickelt hat. ABV-Geschäftsführer Stefan Strunk betont, dass diese Angebote „keinen legislativen Charakter“ besitzen. „Allerdings werden diese von vielen Landesaufsichtsbehörden in der Aufsichtspraxis ausdrücklich anerkannt.“

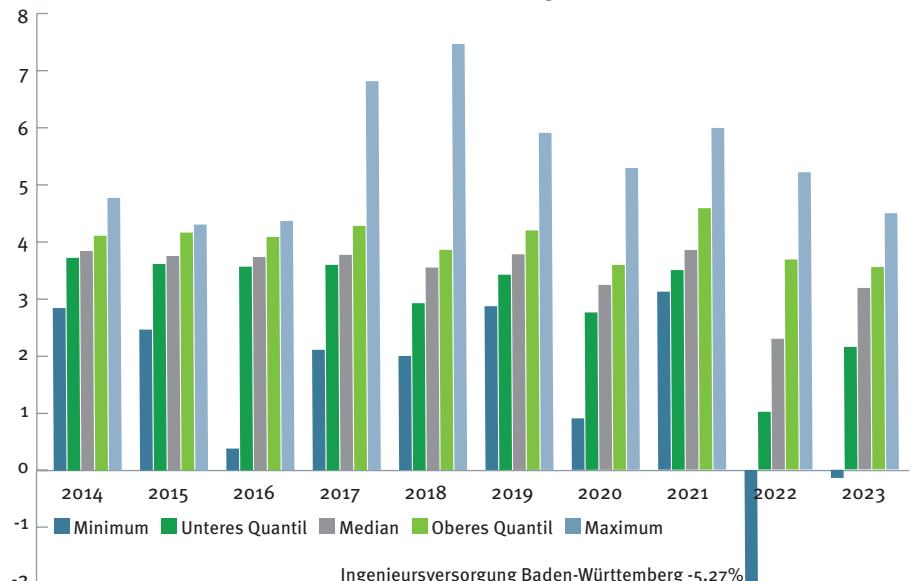
Ein grundsätzliches Problem oder zu viel Risiko in der Kapitalanlage der Versorgungswerke sieht er nicht. Dass die Versorgungswerke das Kapitaldeckungsverfahren teilweise mit Umlageverfahren ergänzen, hält er für risikomindernd. Strunk schränkt aber ein: „Beide Finan-

zierungsverfahren werden gleichermaßen von Inflation und einer verlängerten Lebenserwartung herausgefordert.“ Auch politische und wirtschaftliche Themen würden sich auf die Kapitalanlage auswirken, weil es dauerhaft höhere Erträge brauche, um das Rentenniveau zu halten. „Da Verluste bei einzelnen Anlageklassen oder Investments normal sind und immer wieder vorkommen, sind sie eingepreist“, erklärt Strunk. Das sieht auch das Versorgungswerk der Ärztekammer Hamburg so, dessen Manager risikoreicher anlegen als noch vor der Niedrigzinsphase. Das sei kein Problem: „Das Versorgungswerk hat mit den Sachwerten Immobilien, Private Equity und Aktien in den vergangenen Jahren die höchsten Erträge erzielt.“ Verluste habe man 2022 mit Anleihen erlitten, die sich jahrelang in den Portfolios der Versorgungswerke tummelten. Strunk schätzt die breiteren Portfolios eher: „Das bedeutet, dass Verluste meist durch Gewinne an anderer Stelle kompensiert oder überkompensiert werden.“

Beim Versorgungswerk der Berliner Zahnärzte war das etwa in den Jahren 2017 bis 2019 der Fall, als die Nettorendite teilweise um mehr als 3 Prozentpunkte über dem Rechnungszins lag. Auch das dürfte weniger an den niedrig verzinsten Anleihen als eher an risikoreicheren Anlageklassen gelegen haben. In so einer

## Nettorenditen deutscher Versorgungswerke von 2014 bis 2023

Ausgewertet wurden pro Jahr die Geschäftsberichte, die öffentlich einsehbar waren. Pro Jahr zeigen die äußeren Balken die minimale und maximale Rendite, ablesbar sind zudem die Quantile und in Grau der Median der ausgewerteten Nettorenditen



Situation füllen Versorgungswerke gerne die Reserven, insbesondere wenn die Nettorendite deutlich über dem Rechnungszinssatz liegt. „Gelingt dies in einzelnen Geschäftsjahren nicht, werden die satzungsmäßigen Reserven herangezogen“, erklärt Strunk die Kehrseite.

### Reserve-Zeiten

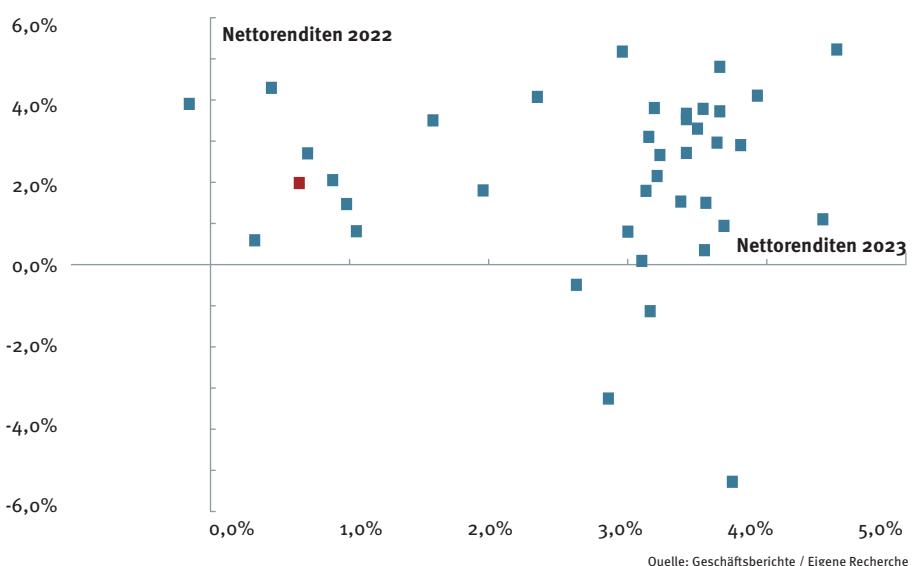
Auch in Berlin nutzten die Verantwortlichen Reserven. In einem Statement verweisen sie zwar darauf, dass Ende 2023 noch immer ein Puffer von 145 Millionen Euro vorlag. Die Rückstellung für satzungsgemäße Überschussbeteiligungen schrumpfte allerdings von 85,4 Millionen Euro in 2022 auf nur noch 1,7 Millionen Euro in 2023. Dass Versorgungswerke Reserven nutzen, sei normal, sagt Strunk: „Anschließend müssen sie dann wieder aufgefüllt werden, was die Möglichkeiten zur Dynamisierung in den Folgejahren einschränken kann.“ Auch in Berlin war die Rückstellung eigentlich dazu gedacht, Rentenzahlungen zu dynamisieren – was nun länger ausbleiben dürfte. Damit wackelt der reale Kapitalerhalt der Renten. Schließlich sind die Inflationsraten im Vergleich zu den 2010er Jahren geklettert.

Nicht alle Versorgungswerke veröffentlichen ihre Geschäftsberichte und nicht alle Versorgungswerke halten auch ältere Geschäftsberichte vor. Ein Blick auf verfügbare Dokumente zeigt aber: Die Nettorenditen lagen 2023 im Schnitt bei etwa 2,8 Prozent – und damit höher als noch ein Jahr zuvor. Dass insbesondere das Jahr 2022 ein schwieriges für Versorgungswerke war, zeigt die Median-Nettorendite. Sie lag mit 2,3 Prozent deutlich unter den Werten der vorherigen Jahre. Auch die maximalen Verluste der Branche lagen deutlich im Minus, die Spanne zwischen unterem und oberen Quantil weite sich deutlich aus.

2022 traf die Zinswende die Anleihenpositionen der Versorgungswerke, brachte aber auch Immobilienprojekte in Schieflage. Abschreibungen lassen sich in den Geschäftsberichten für 2022 regelmäßig finden. Für das Versorgungswerk der Landeszahnärztekammer Hessen ein natürliches Phänomen: „Zum einen mag es Investments geben, die von den aktuellen Wertminderungen nicht betroffen sind. Zum anderen sind Fälle denkbar, bei denen später wieder Wertzuwächse – und damit Zuschreibungen – erfolgen können.“

## Nettorenditen deutscher Versorgungswerke 2022 und 2023

Ausgewertet wurden öffentlich einsehbare Geschäftsberichte deutscher Versorgungswerke. Jeder Punkt steht für eines von ihnen, an den Achsen lassen sich jeweils die Nettorenditen für die Jahre 2022 und 2023 ablesen. Das rote Quadrat ist das Versorgungswerk der Berliner Zahnärzte



Quelle: Geschäftsberichte / Eigene Recherche

In 2023 normalisierte sich die Situation tatsächlich ein wenig – zumindest mit Blick auf die durchschnittlichen Nettorenditen. Allerdings lagen sie trotzdem in 2023 und in 2022 unter dem durchschnittlichen Rechnungszinssatz von rund 3 Prozent, der sich aus den verfügbaren Daten errechnen lässt. Auch im Corona-Jahr 2020 taten sich die Versorgungswerke im Schnitt schwerer.

### Uunaufgeregtere Zukunft

Die wenigen Daten, die sich für den Zeitraum 2014 bis 2019 finden lassen, legen nahe: Im Durchschnitt erzielten die Versorgungswerke in diesem Zeitraum eine Nettorendite von mindestens 3,5 und in einzelnen Jahren sogar fast 4,0 Prozent. Damit dürfte in den 2010er Jahren ein Großteil der Versorgungswerke die eigenen Rechnungszinsen übertroffen haben, selbst wenn sie damals noch über der aktuell geläufigen Marke von 3,0 Prozent lagen. So blieb vermutlich oft auch Spielraum, um Rechnungszinsen zu senken oder die Reserven zu füllen.

Dass Renten der Kammerberufler in Gefahr sind, scheint eher unwahrscheinlich zu sein – trotz der Probleme bei einzelnen Versorgungswerken oder Investments. ABV-Geschäftsführer Strunk verweist etwa darauf, dass Versorgungs-

werke zugesagte Renten in ihrer über einhundertjährigen Geschichte noch nicht gesenkt hätten: „Die Risikovorsorge war immer ausreichend bemessen. Es gibt keinen konkreten Grund, daran zu zweifeln, dass dies auch aktuell und in Zukunft ausreichend ist und sein wird.“ Auch Feri-Bereichsvorstand Burkert bilanziert: „Ein Restrisiko bleibt immer bestehen – entscheidend ist, wie Versorgungseinrichtungen es steuern. Am Ende zählt nur eines: Die Rentenzahlungen müssen gesichert sein.“ Die Nettorenditen und Rechnungszinsen der Versorgungswerke würden nun mal eng an den Inflations- und Zinsraten hängen. Das sieht auch ABV-Geschäftsführer Strunk so, der nicht davon ausgeht, dass der Rechnungszins sinkt. „Ob der Rechnungszins wieder steigen wird, bleibt abzuwarten“, meint Strunk. „Durch die Zinswende sind andere Anlageklassen unter Druck geraten, deshalb sehen wir auch hier keine Bewegung.“

Spannend bleibt es beim Versorgungswerk der Berliner Zahnärzte. Denn für die mitunter neuen Mitarbeiter des Versorgungswerks dürfen die Zahnärzte das hoffen, was für sie selbst gilt: Dass sie „persönlich und fachlich ausreichend qualifiziert sind und ihren Beruf gewissenhaft nach bestimmten Qualitätsstandards ausüben können“. ■ Thorben Lippert

*Ungewohnte Umgebung: Eine Straße führt durch diverse Terrains und mündet in einem Krater. Ähnlich verwirrend wie auf diesem KI-generierten Bild verhalten sich derzeit die Märkte*

# Verschiebung der Marktmechanismen

**Geopolitische Spannungen und neue Schuldenprogramme befeuern die Unsicherheit an den Märkten und sorgen für ein bemerkenswertes Phänomen.**  
**Welches das ist und was Investoren beachten sollten, erklärt Jonas Köberle von KC Risk**

Risiken sind ein unvermeidlicher Bestandteil der Finanzmärkte. Unsere Psyche ist darauf ausgelegt, Gefahren zu erkennen und zu vermeiden – eine evolutionär bedingte Schutzfunktion. Doch an den Finanzmärkten kann eine zu starke Fokussierung auf Risiken dazu führen, dass Chancen ungenutzt bleiben. Daraus ist es entscheidend, Risiken rational zu bewerten, anstatt sich von Ängsten leiten zu lassen. Der Herdentrieb beeinflusst das Anlegerverhalten oftmals maßgeblich: Schnell wird impulsiv auf Nachrichten reagiert, während eine objektive Einschätzung der langfristigen Auswirkungen in den Hintergrund tritt.

Ein ganzheitlicher Blick auf Risiken hilft dabei, zwischen bewertbaren

Gefahren und den unvorhersehbaren „Black-Swan-Ereignissen“ zu unterscheiden. Zudem sind Risiken keine isolierten Ereignisse – sie entstehen aus der Wechselwirkung politischer, wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Faktoren. Und obwohl Unsicherheiten die Märkte prägen, zeigt die Geschichte, dass Wirtschafts- und Finanzsysteme Krisen überstanden und sich kontinuierlich angepasst haben.

## Geopolitische Spannungen

Derzeit beeinflussen 65 geopolitische Konflikte das Weltgeschehen: unter anderem der Ukraine-Krieg und von US-Präsident Donald Trump befeuerte Handelskonflikte. Das verstärkt die Unsicherheit an den Märkten. Für Investoren ist es je-

doch nicht zielführend, geopolitische Akteure pauschal zu bewerten oder in vereinfachte Kategorien einzurordnen. Vielmehr ist es entscheidend, die spezifischen wirtschaftlichen Auswirkungen dieser Konflikte zu analysieren und deren langfristige Folgen zu verstehen.

Kriege haben in der Regel kurzfristig starke Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Nach der Einpreisung der Risiken und der Anpassung an veränderte wirtschaftliche Bedingungen treten sie oft in den Hintergrund der Marktbeobachtung. Aber nicht alle geopolitischen Spannungen sind gleich zu bewerten. Handelskriege haben tiefere strukturelle Auswirkungen als militärische Auseinandersetzungen – sie beeinflussen Zölle, Sanktionen, De-



globalisierung und damit langfristig die Rahmenbedingungen der Weltwirtschaft.

### Steigende Staatsverschuldung

Während viele europäische Regierungen neue Schulden aufnehmen, um konjunkturelle Herausforderungen kurzfristig zu bewältigen, steigen die langfristigen Finanzierungskosten durch die höheren Zinsen. Hoch verschuldete Staaten müssen Sparmaßnahmen ergreifen oder ihre Defizite ausweiten – beides hat negative Folgen für das Vertrauen der Investoren.

Außerhalb Europas ist es nicht anders: Japan hat mit 251 Prozent des Bruttoinlandprodukts (BIP) die höchste Staatsverschuldung. Die USA stehen mit 121 Prozent des BIP und einem Haushaltsdefizit

von minus 7,6 Prozent ebenfalls vor fiskalischen Herausforderungen. Zusätzlich erhöht die geplante Ausweitung der Verteidigungsausgaben den Schuldendruck.

Deutschland beschloss zudem ein schuldenfinanziertes Infrastrukturprogramm in Höhe von 500 Milliarden Euro und zusätzliche höhere Militärausgaben. Dies dürfte die Konjunktur stärken, verschärft aber die langfristige Verschuldung. Eine ähnliche Situation entstand 1990 bei der Integration Ostdeutschlands. Damals reagierten die Märkte schnell auf die höhere Verschuldung. Die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen stiegen an, da der Markt begriff, dass sich die finanzielle Lage verändert hatte. Deutschland könnte erneut einen Schuldenzuwachs verkraften, ohne das Verschuldungsniveau anderer europäischer Staaten zu übertreffen. Konkret wäre eine zusätzliche Aufnahme von gut 1.600 Milliarden Euro möglich – ein Zuwachs, der in etwa an den der frühen 90er Jahre erinnert.

Ein wirtschaftliches Risiko ergibt sich zudem aus der immer protektionistischen Handelspolitik. Die von Trump verkündeten Zölle, die einen weltweit gültigen Basiszoll von 10 Prozent sowie erhöhte Sätze für Länder mit Handelsdefiziten gegenüber den USA umfassen, lösten Unsicherheiten an den Kapitalmärkten aus, was das Wachstum in den USA potenziell stärker dämpft und den Inflationsdruck zusätzlich erhöht. Als Reaktion verhängte China Gegenzölle, wodurch das Risiko einer Spirale globaler Zollmaßnahmen steigt und die weltweite Konjunktur belasten könnte. Diese aggressive Handels-

politik und die damit einhergehende Verunsicherung erschüttern das Vertrauen nachhaltig und führen zu einer zurückhaltenden Investitions- und Konsumhaltung. Es handelt sich um ein historisches Steuererhöhungsprogramm in den USA, das die Konjunktur erheblich belastet.

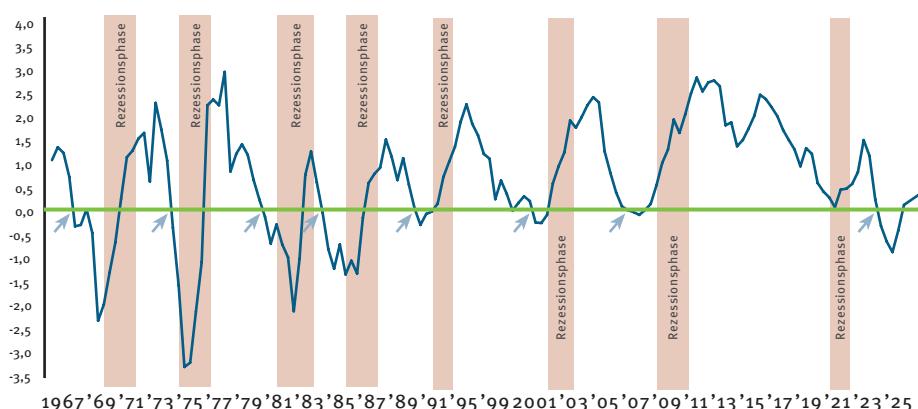
In Kombination mit steigenden Zöllen erhöht sich die Wahrscheinlichkeit einer Rezession. Es liegen derzeit keine Anzeichen vor, das Szenario bleibt dennoch möglich. Die eingepreiste Rezession durch den Kapitalmarkt liegt bereits bei über 50 Prozent. Die Federal Reserve Bank von Atlanta geht davon aus, dass die eingeführten und geplanten US-Zölle das Wirtschaftswachstum bremsen könnten. Das Wachstum im ersten Quartal 2025 könnte bei bis zu minus 3 Prozent liegen.

### Notenbanken & Finanzmarktrisiken

Fast jede Rezession wurde durch eine inverse Zinsstrukturkurve vorhergesagt, bei der kurzfristige Anleihen höhere Renditen bieten als langfristige. Typischerweise folgt eine Rezession, wenn die kurzfristigen Zinsen sinken und die langfristigen hoch bleiben, da Investoren für längerfristige Risiken weiterhin höhere Prämien verlangen. Seit Ende 2022 herrscht eine inverse Zinsstruktur, die sich nun teilweise durch sinkende kurzfristige Zinsen auflöst, weil die Inflation zurückgeht und Notenbanken die Leitzinsen senken. Gleichzeitig fallen die langfristigen Zinsen nicht im gleichen Maße, da die Märkte weiterhin höhere Renditen als Ausgleich für langfristige Risiken fordern, wie etwa anhaltende Inflationserwartungen, ➤

## USA: Inverse Zinsstruktur versus Rezession

Die Entwicklung von zwei- bis zehnjährigen US-Staatsanleihen während der vergangenen Rezessionsphasen



strukturelle Unsicherheiten und steigende Staatsverschuldungen.

Die aktuell verhängten Zölle – der höchste Stand seit 1913 – und deren negative Auswirkungen auf Bonität sowie Unternehmensgewinne dürfen nicht unterschätzt werden. Innerhalb kürzester Zeit nach den Zollankündigungen erlitt der Nasdaq einen massiven Kursverlust, was auf Panik und den möglichen Beginn eines Bärenmarkts hindeutet. Politische Eingriffe an den Börsen erwiesen sich in der Vergangenheit jedoch oftmals als von kurzer Dauer. Diese historischen Erfahrungen lassen hoffen, dass kurzfristige Marktausreißer nicht zwangsläufig in langfristige Trends münden.

Ein bemerkenswertes Phänomen am Finanzmarkt ist der aktuell negative Bund/Swap-Spread, der historisch gesehen selten ist. Normalerweise gelten deutsche Bundesanleihen als sicherster Hafen des europäischen Kapitalmarkts und erzielen daher in der Regel niedrigere Renditen als die entsprechenden Swap-Sätze. Der aktuelle negative Spread bedeutet jedoch, dass Investoren Swaps sicherer einstufen als Bundesanleihen – eine klare Verschiebung der Marktmechanismen. Die Auswirkungen dieser Entwicklung sind weitreichend. Ein negativer Bund/Swap-Spread kann dazu führen, dass die Finanzierungskosten in Deutschland weiter steigen, da Investoren höhere Risikoauschläge fordern. Dies betrifft auch andere europäische Länder, deren Anleihen-Spreads im Vergleich zu Deutschland zunehmen dürften. Für Banken und institutionelle Investoren, die Bundesanleihen traditionell als Sicherheiten nutzen, entsteht dadurch eine neue Unsicherheit. Langfristig könnte dies negative Effekte auf die Kreditvergabe und die Marktstabilität haben.

Die EZB-Geldpolitik sorgt zudem für Marktvolatilität. Nach Jahren stabilisierender Anleihekäufe führt deren Reduzierung zu steigenden Renditen und möglichen Verwerfungen, besonders in hoch verschuldeten Ländern. Die verspätete, dann aggressive Reaktion der Notenbanken auf die Inflation ab 2022 bringt wirtschaftliche Risiken mit sich, selbst bei aktuellen Zinssenkungen. Neue Inflationsrisiken durch Zölle könnten den geldpolitischen Kurs beeinflussen.

Konjunktur und Geldpolitik prägen die Finanzmärkte entscheidend. Schwache Wirtschaft plus veränderte Geldpolitik wirken auf Unternehmensgewinne und

## Marktphänomen

Der aktuelle negative Spread bedeutet, dass Investoren Swaps sicherer einstufen als Bundesanleihen



Aktienbewertungen. Wie die Krise 2008 zeigt, können diese Faktoren zusammen mit externen Schocks erhebliche Markt auswirkungen haben. Anleger sollten dies im Blick behalten und auf Diversifikation und Absicherung setzen.

### Fazit

In unsicheren Zeiten ist ein dynamisches Risikomanagement unerlässlich. Die Kombination aus geopolitischen Spannungen, wirtschaftlicher Unsicherheit und unvorhersehbaren Schocks erfordert eine strategische Anpassung der Portfolios:

- Diversifikation über verschiedene und innerhalb der Assetklassen: Dies reduziert das Risiko von Einzelereignissen und schützt das Portfolio vor zu starken Schwankungen in einem bestimmten Bereich.
- Flexibilität in der Anlagestrategie: Sie ermöglicht es, sich rasch an veränder-

te Marktbedingungen anzupassen und potenzielle Chancen zu nutzen, die sich aus unerwarteten Entwicklungen ergeben.

- Makroökonomische Analyse: Eine fundierte Analyse der gesamtwirtschaftlichen Situation ist entscheidend, um Risiken frühzeitig zu erkennen und gezielt auf Veränderungen zu reagieren.
  - Langfristige Strategie: Eine auf das Geschäftsmodell ausgerichtete Asset-Allokation und Anlagestrategie, die auch in Krisenphasen Bestand hat, ist essenziell. Sie sorgt dafür, dass das Portfolio resilient bleibt, selbst wenn Märkte Schwankungen ausgesetzt sind.
- Investoren sollten sich bewusst sein, dass Risiko und Rendite untrennbar verbunden sind. Ein ausgewogener Ansatz, der Absicherung und gezielte Chancenwahrnehmung berücksichtigt, bleibt der Schlüssel für langfristigen Erfolg. ■



Hier können Sie weiterlesen: [www.private-banking-magazin.de/kc-risk-staatsanleihen-swaps-risikomanagement-verschiebung-der/](http://www.private-banking-magazin.de/kc-risk-staatsanleihen-swaps-risikomanagement-verschiebung-der/)

Der Gastautor **Jonas Köberle** ist seit 2020 beim Beratungs- und Anlageunternehmen KC Risk tätig. Sein Schwerpunkt liegt im Bereich Banken-Treasury und Beratung.



# REAL ESTATE WEALTH SUMMIT

24. & 25. Juni 2025  
Ehemaliges Hauptzollamt  
Hamburg

## DER KONGRESS FÜR PRIVATE WEALTH UND IMMOBILIENINVESTMENTS

Am 24. und 25. Juni 2025 treffen sich beim Real Estate Wealth Summit erstmals führende Akteure der Branche im ehemaligen Hauptzollamt in Hamburg – darunter Volkswirte, Researcher, Produktanbieter, Bankenvertriebe, bedeutende Family Offices, Vermögensberater sowie Rechts- und Steuerexperten.

### Inhaltliche Highlights:

- **Prof. Dr. Michael Voigtländer** (Institut der Deutschen Wirtschaft) und Thomas Kotyrba (BNP Paribas Real Estate Investment Management): Makroökonomische und geopolitische Ausblicke für Immobilienmärkte
- **Sonja Knorr** (Scope Fund Analysis): Aktuelle Entwicklungen bei indirekten Immobilieninvestments
- **Alexander Lehnert** (HEUSSEN): Regulatorische Neuerungen rund um den neuen ELTIF
- **Markus Kemmer** (WERTGRUND Immobilien AG / Deutsche Investment): Bezahlbares Wohnen als Assetklasse
- **Christoph Horbach** (HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG): Chancen im Bereich Nahversorgung und Fachmärkte

- **Michael Denk** (Quadoro Investment GmbH): Offene Infrastrukturfonds als attraktives grünes Investment für Privatanleger
- **Philipp Braunfels** (Jamestown Europe GmbH): Attraktive Einstiegsschancen bei europäischen Büroimmobilien
- **Gisbert Beckers** (GAR German American Realty GmbH): Investmentchancen bei Multi-Family Housing in den USA
- **Klaus Dieter Schmidt** (Jamestown US-Immobilienfonds GmbH): Büroimmobilien in den US-Metropolen vor dem Aufschwung
- **Deutsche Finance Group**: Chancen im britischen Logistikmarkt
- **Deutsche Investment**: Wohnimmobilien in Deutschland

Abgerundet wird der Summit durch einen Vorabendempfang im AMERON Hotel sowie themenspezifische Roundtables und ein abendliches BBQ mit Musik und Networking am ersten Konferenztag.

Eine Veranstaltung von

RUECKER  
EVENT

RUECKER  
CONSULT

# „WIR SAGEN KLAR, WER ZU UNS PASST UND WER NICHT“

Im vergangenen Jahr fusionierten die Versicherer Barmenia und Gothaer. Christof Kessler und Anton Buchhart verantworten seitdem federführend die 50 Milliarden Euro schwere Kapitalanlage. Mit dem private banking magazin sprachen sie über Größenvorteile, Nachwuchssorgen, KI, Investments in Rüstung und gekappte Flügel

**private banking magazin:** Herr Kessler, was dachten Sie, als Sie erfuhren, dass Ihre Arbeitgeber zusammengehen wollen?

**Christof Kessler:** Bei der Bekanntgabe wurde überzeugend dargelegt, warum es mit der Barmenia zusammengeht. Die Motivation dahinter war von Anfang an klar und wurde von allen Seiten begrüßt. Es gibt immer zwei Fragen. Wie man es macht, war die eine Sache. Ob man es macht, das war unstrittig. Die Barmenia war komplementär zur Gothaer aufgestellt.

**Anton Buchhart:** Als uns die Geschäftsfelder, die Aufteilung der Kundengruppen und Sparten gezeigt wurden und wir das mit unseren übereinanderlegten, sah jeder schnell, dass es kaum Überschneidungen gibt. Mein erster Gedanke war, dass man schon früher darauf hätte kommen können.

**Kessler:** Der Zusammenschluss war gut und überfällig aus noch einem weiteren Grund.

**Welchen meinen Sie?**

**Kessler:** Wir eruierten mehrfach, was uns ein wesentlicher Fortschritt in der IT kosten wird. Da gelangt man schnell an die Frage, ob man sich das leisten kann. Versicherer arbeiten durch die Bank weg mit Systemen, die angestaubt sind, um es freundlich auszudrücken. Das darf nicht so bleiben. Um sich eine Modernisierung leisten zu können, braucht es große Budgets, relativ zur Größe der Beitragseinnahmen. Dafür ist eine Fusion perfekt. Wir können nun über die kommenden Jahre einen nicht unerheblichen dreistelligen Millionenbetrag in die Hände nehmen. Dazu kommt, dass es nicht ausreicht, nur die Investition zu tätigen, sie muss auch mit Leben gefüllt werden.

**Buchhart:** In der Kapitalanlage ist es ähnlich. Größere Investitionen fließen jetzt in die Barmenia Gothaer Asset Management.

**Was hat sich durch die Fusion noch verändert?**

**Kessler:** Wir sind jetzt in Deutschland unter den Top 10 der Asset Manager in der Versicherungsbranche, was die Größe angeht. Was ich nicht erwartet hatte, war der Unterschied bei der Rekrutierung. Wir erhalten jetzt Bewerbungen von Menschen, die sich vor dem Zusammenschluss nicht beworben hätten. Wir ziehen andere Talente an. Das ist etwas Besonderes, was uns sehr freut.

**Ist es so schwer, gutes Personal zu bekommen?**

**Kessler:** Als Anton Buchhart und ich in den Beruf einstiegen, war die Asset-Management-Branche eine Topbranche. Die heutigen Berufseinsteiger sehen das nicht mehr so. In der Regel gilt: Für

**Anton Buchhart** ist Vorstandsmitglied der Barmenia Gothaer Asset Management. Er leitete seit 2012 die Kapitalanlage der Barmenia



einen Einser-Master-Kandidaten ist Asset Management nicht mehr die erste Wahl. Die Zeit ist vorbei.

**Buchhart:** Als ich Anfang der 2000er ins Asset Management ging, herrschte die Dotcom-Krise. Schnell war klar: Finanzbranche ist nicht immer nur Spaß. Ich war im Risikomanagement, das war ein gesuchter Job damals. 2007 kam die Finanzkrise. Da wurde ich im Bekanntenkreis auch schon mal merkwürdig bis kritisch auf meine berufliche Tätigkeit in der Finanzbranche angesprochen. Der Ruf der Finanzbranche hatte gelitten, hatte Kratzer bekommen, und das auch für Berufseinsteiger.

**Kessler:** Dazu kommt, dass ein guter Studienabgänger in den Bereichen Consulting, also Beratung, Wirtschaftsprüfung, Risikoprüfung und bei Wirtschaftskanzleien schon als Berufseinstei-

ger bei einem sechsstelligen Gehalt liegen kann. Das ist bei uns regelmäßig eher nicht der Fall.

**Buchhart:** Dazu kommen Tech-Unternehmen und weitere, die sehr gut zahlen können und coole Berufsfelder bieten. Wir müssen den jungen Menschen Jobs mit Kreativitätspotenzial anbieten. Kein Top-Bewerber will 80 Prozent Routinearbeit.

**Kessler:** It's a war for talents. In London gibt es den schon lange, jetzt ist er auch in Deutschland angekommen.

#### **Was tun Sie, um attraktiver für Talente zu sein?**

**Kessler:** Nur über das Gehalt geht es nicht. Wir können nicht einfach viel mehr zahlen als der Branchendurchschnitt. Ein wichtiger Faktor ist der Standort. Zudem liegt uns seit Langem das Thema Vielfalt am Herzen.

#### **Ihr ESG-Ansatz ist doch auch ein Magnet für Talente?**

**Kessler:** Ja, das ist sicher so. Es gibt zwar auch junge Menschen, denen ESG, Umweltschutz und all das egal ist, oder die den Sinn des Ganzen infrage stellen. Das ist dann aber auch für uns ein Ausschlusskriterium. Wir machen aus unserem Herzen keine Mördergrube. Wir sagen klar, wer zu uns passt und wer nicht.

#### **ESG ist auch mit viel Bürokratie verbunden ...**

**Buchhart:** Ich denke, jeder, auch in der Politik, hat begriffen, dass das Berichtswesen hoffnungslos ausgeufert ist. Zudem bringt es wenig Mehrwert in der Transformation der Realwirtschaft. Und das war ja das eigentliche Ziel. Wir sammeln Daten ohne Ende, und keiner weiß so genau, was damit geschehen soll. Derzeit gibt es 70 KPIs, also Key Performance Indicators. Ich hoffe, dass wir hier bei maximal 15 landen. Die Tiefe der Berichtserstattung sollte ebenfalls reduziert werden. Zudem muss die Nachhaltigkeitsberichterstattung hoch automatisiert werden, auch in der Kapitalanlage.

#### **Was sollte zusätzlich geschehen?**

**Buchhart:** Kleinere Unternehmen sollten von Berichtspflichten befreit werden, oder diese nur im reduzierten Umfang liefern müssen. Geschieht dies, gibt es allerdings einen Knackpunkt. Wir bleiben berichtspflichtig. Sind kleinere und mittlere Unternehmen das nicht oder nur reduziert, bekommen wir von diesen keine Daten. Trotzdem sollte die reale Transformation Vorrang vor Berichten darüber haben.

**Kessler:** Nehmen wir das Lieferkettengesetz. Ein Beispiel: Eine Fluglinie lässt Sitze herstellen. Dieses Unternehmen mit 6.000 Angestellten wiederum beauftragt ein weiteres mit 500 Angestellten, das Leder zu besorgen. Das dritte Unternehmen mit 100 Angestellten kommt ins Spiel, um das Leder so zu präparieren, dass es verarbeitet werden kann. Wie kommt die Fluglinie an alle Daten heran? Natürlich sagen die Verantwortlichen dem Kleinunternehmen, dass es die Daten zu liefern hat. Kann oder will dieses Unternehmen das nicht leisten und verweist darauf, dass es von den Berichtspflichten befreit ist, bekommt es den Auftrag nicht.

#### **Das sind ja Punkte, die teils seit fünf Jahren offensichtlich sind. Sind all diese Jahre verloren?**

**Kessler:** Ich möchte das anders sagen. Wir müssen aufhören, uns immer gegen alles zu wehren. Wir müssen einfach besser werden. Anton Buchhart und ich sprechen in diesem Zusammenhang viel über Pre-Seed-Unternehmen. Sind die Verantwortlichen ➤

**Christof Kessler** ist seit 2010 Vorstandssprecher der heutigen Barmenia Gothaer Asset Management. Am Tag des Interviews wurde offiziell verkündet, dass er im Sommer in den Ruhestand gehen wird und Buchhart für ihn aufrückt



FOTO: OLAF WÜLL NICKEL

clever, bauen sie das Unternehmen von Anfang an so auf, dass sie immer alle Informationen haben. Das geht heutzutage, wenn man vom Start weg digitalisiert und KI dazu nimmt.

**Welche Rolle spielt KI in Ihrer Kapitalanlage?**

**Kessler:** Bevor wir zur echten künstlichen Intelligenz kommen, steht die Automatisierung. Ist unsere Automatisierung konzeptionell eine KI? Nein. Ein Beispiel: Wir integrieren 400 Emittenten im Corporate-Bond-Bereich. Möglich ist das mit Excel, oder wir nehmen Python, und das Ganze füllt sich. Anstatt dass Mitarbeiter Berichte wälzen, sucht sich das Programm die Daten. Danach sage ich dem Programm, zu welchen Kauf- und Verkaufsempfehlungen die Daten in den vergangenen zehn Jahren führten. Ich trainiere das Programm und komme der KI ziemlich nah.

**Buchhart:** Heute können wir den Rechnern sukzessive beibringen, wie ein Portfoliomanager zu denken und zu agieren, aber mit der gebotenen kritischen Distanz.

**Wer ethisch nachhaltig investieren will, ließ die Rüstungsindustrie außen vor. Nun wandelt sich das. Wie gehen Sie vor?**

**Kessler:** Wir investieren wieder in Rüstung. Wir haben uns damit schwergetan, hatten den Bereich ausgeschlossen. Dann überfiel Russland die Ukraine. Danach diskutierten wir kontrovers. Der Anlass für diese Diskussionen ist tragisch, aber daraus entstehen bereichernde Gespräche. Ich möchte niemanden einstellen, dem das Thema egal ist. Die Sicherung des Friedens darf niemandem egal sein. Wir investieren in Rüstung – und das sage ich ganz klar – nicht, weil wir Gewinne mitnehmen wollen. Wir investieren, weil wir uns der geopolitischen Realitäten bewusst sind.

**Buchhart:** Der Rüstungssektor steht derzeit im Fokus der Finanzwelt. Aber im Vergleich beispielsweise zu den Magnificent Seven sind die Anteile relativ klein an einem Index wie dem S&P 500. Wir jagen nicht kurzfristigen Anlagetrends hinterher, sondern wollen diversifizierte Portfolios.

**Kessler:** Wir überprüfen unsere Nachhaltigkeitskriterien regelmäßig, auch die ethischen. Macht man das nicht, verliert man in eigentlich in allen Assetklassen den Anschluss.

**Donald Trump ist erneut Präsident der USA. Welchen Einfluss hat das auf Ihre Investments dort?**

**Kessler:** Fast täglich kommen beunruhigende Neuigkeiten aus den USA. Aber unterm Strich wird sich kein institutioneller Investor hinstellen und sagen, dass er die USA aus dem Portfolio verbannt.

**Buchhart:** Als Portfoliomanager muss man aber auch alles, was der Trump-Regierung derzeit einfällt, mit einem gewissen Abstand betrachten. Die US-Börsen schlugen die europäischen seit Jahren haushoch. Jetzt gibt es eine kleine Gegenbewegung, der US-Markt wird von einigen totgeschrieben. Das ist Unsinn. Wir bleiben investiert, solange es ökonomisch sinnvoll und ethisch vertretbar ist.

**Derzeit wird verstärkt konsolidiert im Asset Management, welchen Einfluss hat das auf Ihre Managerselektion?**

**Buchhart:** Wir haben viele externe Manager, durch den Zusammenschluss sind es mehr geworden. Es gibt nur wenige Überschneidungen, aber selbstverständlich werden wir Verträge kündigen, um Komplexität und Kosten zu senken. Das gilt auch für weitere Dienstleister. Wir streben schlanke Prozesse und eine übersichtliche Struktur in unserer Wertschöpfungskette an.

**Kessler:** Die Konsolidierungen sind ökonomisch sinnvoll. In den Low-Income-Produkten wie Euro-Staatsanleihen funktioniert Geschäft nur über Größe. Nehmen wir hingegen Natur- oder Wagniskapitalmanager: Davon gibt es nur wenige. Die können ihre Gebühren gut gestalten, ähnlich wie früher die Hedgefondsmanager. Deshalb überlegen viele Boutiquen, in diese Bereiche zu wechseln, weil es sich lohnt, Teil der Gründerszene zu sein. Im großen liquiden Bereich gibt es nur noch eine Konsolidierungsszene.

**Buchhart:** Bei den spezialisierten Boutiquen sind es interessante Nischenthemen. Staatsanleihen kann jeder, das ist nicht die große Kunst. Deshalb schrumpfen die Margen, die Fixkosten aber steigen weiter. Durch ESG und ähnliche administrative und regulatorische Anforderungen wächst der Basiskostenblock, der keinen Umsatz generiert. Dieser muss auf immer mehr Asset verteilt werden, um eine kleine Marge zu retten.



**„Wir jagen nicht kurzfristigen Trends hinterher, sondern wollen diversifizierte Portfolios“**

*Vor seiner Zeit bei der Barmenia war Buchhart in leitenden Positionen bei der DWS, Sal. Oppenheim und der Meag tätig*

# „Im liquiden Bereich gibt es keine Gründerszene mehr, nur noch eine Konsolidierungsszene“

*Bevor Kessler zur Gothaer kam, war er unter anderem 15 Jahre in leitender Funktion bei Sal. Oppenheim (heute Deutsche Oppenheim Family Office)*



FOTO: OLAF WULL NICKEL

**Kessler:** Beispiel Infrastruktur. Hier geben noch spezialisierte Boutiquen den Ton an. Aber die Großen fangen an, aufzukaufen. Daran sieht man, dass es keine Nische mehr ist, sondern eine begehrte Ware. Allein in Hamburg gab es zehn Boutiquen, heute sind es vielleicht noch drei. Für uns ist das zunächst ein Nachteil. Die Auswahl leidet und im Zweifelsfall die Spezialisierung.

## Kommen wir noch einmal auf das Thema Personal. Auf der Produktgeberseite bekommen Boutiquen gute Mitarbeiter ...

**Buchhart:** Bei der Personalgewinnung gibt es verschiedene Dynamiken. Man kann sagen, dass die Barmenia etwas kleiner war und Wuppertal kein wirklicher Finanzstandort ist. In den vergangenen Jahren konnten wir Personal fast ausschließlich dadurch gewinnen, dass die Bankenlandschaft in Düsseldorf stark gelitten hat. Viele Arbeitsplätze wurden nach Frankfurt verlagert oder die dortigen Standorte wurden konsolidiert. Auf Dauer hätten wir darum echte Rekrutierungsprobleme bekommen. Ein Portfoliomanager, der in Frankfurt arbeitet, geht nicht nach Wuppertal. Köln hat da schon ein anderes Standing. Zudem bietet die neu gewonnene Größe mehr Möglichkeiten.

**Kessler:** Die Ansprache der Industrie uns gegenüber änderte sich ebenfalls. Beispielsweise im Private Equity gibt es Anbieter, die früher nicht zu uns gekommen sind, weil wir zu klein waren. Die Qualität der Manager, mit denen wir jetzt verhandeln – auch über Gebühren –, ist besser geworden. Auf der Produktgeberseite kann beispielsweise ein Venture-Capital-Unternehmen sagen, dass es klein, aber fein ist. Die bleiben bei wenigen, in der Regel hoch spezialisierten Mitarbeitenden, und es kann für alle Beteiligten sehr gut laufen. Auf der Kundenseite, auf der Asset-Owner-Seite, ist klein nicht sexy.

## Wir haben über Größe gesprochen. Sie tragen die Verantwortung für rund 50 Milliarden Euro. Wie planen Sie das Geld denn künftig anzulegen?

**Buchhart:** In erster Linie sind wir ein Dienstleister für den Konzern. Die rund 50 Milliarden Euro sind auf die Sparten aufgeteilt.

Wir machen Asset Management für unsere Risikoträger. Zum Großteil ist das ein Liability-getriebenes Geschäft. Wir setzen unterschiedliche Portfoliostrategien für die verschiedenen Risikoträger in den Bereichen Leben-, Kranken- und Sachversicherung um. Die Portfolios sehen alle anders aus. Die Risikotragfähigkeit der einzelnen Risikoträger ist unterschiedlich für die Kapitalanlage. Es geht also weniger darum, wo wir hinwollen, sondern wo wir aus der ALM-Analyse heraus hinkönnen.

## Was ist Ihre Meinung zu dem Werdegang des Solvency-II-Reviews?

**Buchhart:** Solvency-II-Entwicklungen sind eher unspektakulär. Klar gibt es immer wieder kleine Modellanpassungen, aber es tut sich davon ab nicht viel, und das ist gut so. Das Grundmodell gibt es seit 2016, und das ist gelungen und hat sich bewährt. Über die Risikohinterlegung von Assetklassen wird seit Jahren diskutiert, das hat auch mit politischen Intentionen zu tun. Das ist in meinen Augen eher suboptimal. Ein Beispiel: Infrastruktur soll weniger Risikokapital bekommen, weil es gewollt ist, dass in die Assetklasse investiert wird. Eigentlich müsste der Regulator das umgekehrt machen. Das echte Risiko muss doch im Vordergrund stehen.

**Kessler:** Ich kann nicht nachvollziehen, warum über Solvency II so viel geschimpft wird. Diejenigen, die das Regelwerk verteufeln, sollten mehr Zeit darauf verwenden, darüber nachzudenken, wie es vor Solvency II war. Vorher war es richtig schlecht, da Marktrisiken überhaupt nicht in die Bewertung einbezogen wurden. Dennoch ist Solvency II nicht das Ende und wird fortwährend angepasst werden müssen.

## Herr Kessler, am 30. Juni gehen Sie in den Ruhestand. Sind Sie jemand, der loslassen kann?

**Kessler:** Ja. Ich werde mich immer für Märkte interessieren, ich werde die Menschen vermissen. Werde ich vermissen, in diesem regulierten Umfeld mit gekappten Flügeln zu arbeiten? Ich bezweifle das. ■

Das Gespräch führte Lennard Klindworth

# DIE INFRASTRUKTUR-OFFENSIVE

Die neue Infrastrukturquote verschafft Versicherungsunternehmen, Versorgungswerken und Pensionskassen mehr Flexibilität bei der Kapitalanlage. In den Portfolios dürfte sich das jedoch erst später bemerkbar machen



**D**eutschland bröckelt. Rissige Straßen, marode Brücken, undichte Schuldächer – die Infrastruktur des Landes fährt auf Verschleiß. Das verändert nicht nur die Bevölkerung, sondern schadet auch dem Wirtschaftsstandort. Der Handlungsbedarf betrifft bestehende Systeme und den Ausbau zukunftsweisender Infrastrukturen – etwa für Digitalisierung und Energiewende.

Die Politik hat die Herausforderung erkannt und plant, mit Milliardeninvestitionen gegenzusteuern: Union, SPD und Grüne beschlossen ein Sondervermögen in Höhe von 500 Milliarden Euro, die über zwölf Jahre in Stromnetze, Verkehrswege und Datenautobahnen fließen sollen. Gleichzeitig wollen sie mehr privates Kapital für diese Aufgabe gewinnen.

Nicht nur in Deutschland, sondern weltweit brauchen Infrastrukturprojekte private und institutionelle Investoren.

## Quote bringt Spielraum

Um private Infrastrukturinvestitionen zu fördern, hat der Gesetzgeber die Anlageverordnung (AnlV) geändert. Sie regelt die Kapitalanlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, kleineren Versicherungsunternehmen und Sterbekassen sowie bestimmten Versorgungswerken. Das Bundesfinanzministerium setzte im Februar 2025 die Achte Verordnung zur Änderung von Verordnungen nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz um.

Kernpunkt ist die neue Infrastrukturquote: Durch die AnlV regulierte Investoren können nun zusätzlich bis zu fünf Prozent ihres Sicherungsvermögens in Infrastrukturprojekte stecken, ohne dass dafür andere Quoten belastet werden.

Bisher beanspruchten Infrastrukturanlagen zwei Quoten: die Beteiligungsquote (maximal 15 Prozent) und die Risikoquote, die jetzt von 35 auf 40 Prozent stieg. Die Beteiligungsquote umfasst unter anderem Private Markets, nicht gelistete Aktien/GmbHs, Genusscheine sowie nicht gelistete Nachrangdarlehen. Die Risikoquote fasst die Beteiligungsquote, Asset-Backed Securities oder Credit Linked Notes, Hochzinsanleihen, liquide Aktien und alternative Investments zusammen. Die erweiterte Risikoquote gibt den betroffenen Investoren mehr Freiheit bei der Kapitalanlage, abhängig von ihrem Anlage- und Risikomanagement.

Die neue Infrastrukturquote belastet künftig keine der anderen beiden genannten Quoten und konkurriert daher nicht mit anderen Investments. Sie umfasst direkte und indirekte Anlagen, die Infrastrukturanlagen und ausdrücklich auch Infrastrukturunternehmen finanzieren sollen. Die fünf Prozent stellen dabei keine absolute Obergrenze dar: Investoren können Infrastrukturprojekte je nach An-

lageform weiterhin anderen Mischungsquoten zuordnen.

#### **Definition der Infrastruktur fehlt**

Eine Schwierigkeit bleibt bestehen: Die neue AnlV definiert den Begriff „Infrastruktur“ nicht – ebenso wenig wie die Begründung zum Regierungsentwurf und das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). Orientierung bietet Paragraf 1 Absatz 19 Nr. 23a Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). Dort heißt es: „Infrastruktur-Projektgesellschaften sind Gesellschaften, die nach dem Gesellschaftsvertrag oder der Satzung gegründet wurden, um dem Funktionieren des Gemeinwesens dienende Einrichtungen, Anlagen, Bauwerke oder jeweils Teile davon zu errichten, zu sanieren, zu betreiben oder zu bewirtschaften.“

Das Gesetz über das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI-Gesetz) definiert in Paragraf 2 Absatz 10 kritische Infrastrukturen als „Einrichtungen, Anlagen oder Teile davon, die den Sektoren Energie, Informations-

technik und Telekommunikation, Transport und Verkehr, Gesundheit, Wasser, Ernährung, Finanz- und Versicherungswesen sowie Siedlungsabfallentsorgung angehören und von hoher Bedeutung für das Funktionieren des Gemeinwesens sind, weil durch ihren Ausfall oder ihre Beeinträchtigung erhebliche Versorgungssengpässe oder Gefährdungen für die öffentliche Sicherheit eintreten würden.“ Die BaFin nutzt diese Definition zur Auslegung von Paragraf 1 Absatz 19 Nr. 23a KAGB.

#### **Umsetzung braucht Zeit**

Was bedeutet die Neuregelung für Investoren und den Markt für Infrastrukturinvestments? Durch die AnlV regulierte Anleger können mehr Kapital in Infrastrukturprojekte und -unternehmen stecken. Zudem könnten sie bestehende Infrastrukturinvestments in die neue Quote verlagern und die frei gewordenen Quoten anders nutzen – oder sogar Logistikimmobilien-Fonds aus der oft angespannten Immobilienquote in die ➤

ANZEIGE

**PRIVAT BANK**  
der Raiffeisenlandesbank OÖ 



*Ich mache mir schon länger Gedanken über eine Vermögensnachfolge. Meine Tochter sagt, es gäbe dafür ein Generationen-Coaching, die sind darauf spezialisiert.*

Leben Sie Ihr Leben.  
Wir managen Ihr Vermögen,  
als wär's unser eigenes.

[www.privatbank.at](http://www.privatbank.at)

Infrastruktur-Quote verschieben. Dank der höheren Risikoquote können sie auch renditeorientierter anlegen.

Viele Investoren werden diese Möglichkeiten nutzen – allerdings nicht kurzfristig. Die Vermögensaufteilung anzupassen braucht Zeit, zumal Kapital für entsprechende Investments vorhanden sein oder beschafft werden muss. Zudem unterliegen einige AnlV-regulierte Investoren der jeweiligen Landesaufsicht. Dabei ist zu prüfen, ob das Landesrecht entsprechende Verweise auf die AnlV entält. Hinzu kommt ein aufwendiger Auswahlprozess bei illiquiden Investments wie Infrastruktur, der Monate dauern kann. Schließlich rufen Vermögensverwalter die geplante Investitionssumme meist nicht sofort ab, sondern über mehrere Jahre, da sie erst passende Projekte finden müssen.

Das heißt: Bis die neuen Möglichkeiten umfassend genutzt werden, dürften noch Monate oder Jahre vergehen.

#### Eltif-Reform bringt Kapital

Um mehr Geld in Infrastrukturinvestitionen zu lenken, hat der Gesetzgeber auch die Eltif-Verordnung reformiert. Der European Long-Term Investment Fund, kurz Eltif, entstand 2015 auf europäischer Ebene, um Kapital von institutionellen und privaten Anlegern in die privaten Märkte zu leiten – auch für Infrastrukturausbau. Wegen strenger Vorschriften verbreiteten sich Eltifs jedoch nur langsam. Anfang 2024 trat daher die überarbeitete Eltif-2.0-Verordnung in Kraft. Die technischen Durchführungsstandards wurden im Oktober 2024 fertiggestellt. Dadurch bietet das Vehikel jetzt mehr Flexibilität. Die reformierten Eltifs richten sich zwar vor allem an Privatanleger, können aber auch für institutionelle Investoren interessant sein.

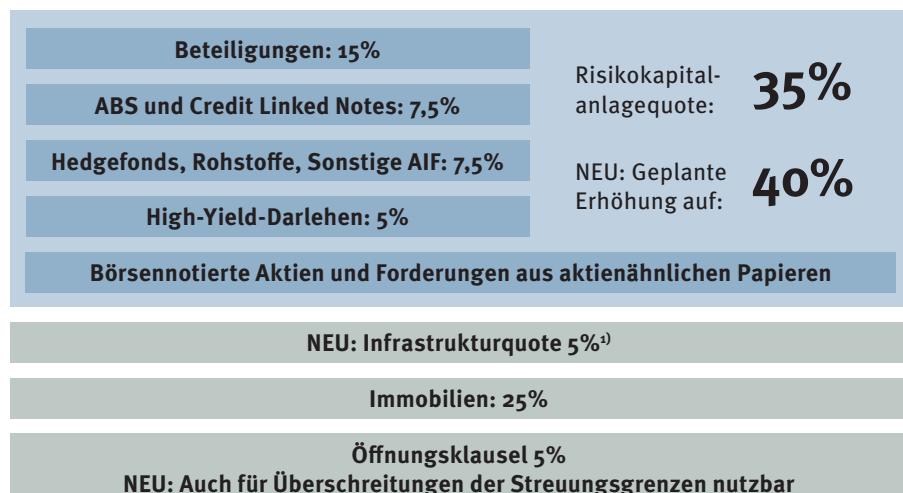
Eine stärkere Konkurrenz zwischen beiden Anlegergruppen droht nicht: Der enorme Kapitalbedarf im Infrastrukturbereich bietet genug Anlagemöglichkeiten. Institutionelle Investoren dürfen jedoch im Vorteil sein, weil sie größere Summen einsetzen können und deshalb für Asset Manager attraktiver sind.

#### Stabile Erträge mit Inflationsschutz

Unabhängig vom Anlegertyp eignen sich Infrastrukturinvestments grundsätzlich gut für ein Portfolio. Es handelt sich um il liquide und sehr langfristige Investments

## Mischquoten der Anlageverordnung im Überblick

Durch die neue Infrastrukturquote steigt die Risikoquote von 35 auf 40 Prozent und bietet Investoren somit mehr Freiheit in der Kapitalanlage



<sup>1)</sup>Welche Voraussetzungen/Bedingungen für die neue Infrastrukturquote gelten, ist derzeit noch offen

Quelle: Feri

mit Laufzeiten von meist mehr als zehn Jahren. Dank regulatorischer Vorgaben und langfristiger Verträge bieten sie gut vorhersehbare Kapitalrückflüsse – oft mit eingebautem Inflationsschutz. Dazu kommen eine hohe Widerstandsfähigkeit und geringe Schwankungen. Dennoch sollten Investoren über ein angemesenes Risikomanagement beziehungsweise entsprechendes Know-how für diese illiquide Anlageklasse verfügen.

Innerhalb der Anlageklasse finden Investoren viele Möglichkeiten mit un-

terschiedlichen Risiko-Rendite-Profilen. Dies erlaubt eine breite Streuung über Bereiche wie Energie und Technologien für Energiewende, Versorger, Transport und Telekommunikation oder digitale Infrastruktur.

Mit der neuen Infrastrukturquote und der Eltif-Reform setzt der Gesetzgeber wichtige Impulse für Infrastrukturinvestitionen – eine Gelegenheit für AnlV-regulierte Investoren und ein langfristiger Gewinn für den Wirtschaftsstandort Deutschland. ■



Der Autor **Aristid Neuburger** ist seit 2015 Vorsitzender des Ausschusses Investment der Deutschen Aktuarvereinigung (DAV). Er leitete bis 2022 als Geschäftsführer das aktuarielle Beratungsunternehmen Beltios und war Vorstandsmitglied der MSG Gruppe. Seit 2023 engagiert er sich in verschiedenen Aufsichtsrats- und Beiratsmandaten und führt das Projekt Denk Invest der DAV.



Der Autor **Marcus Burkert** leitet als Bereichsvorstand das Institutional Consulting bei Feri. Er berät Versorgungswerke, Unternehmen, kirchliche Investoren und Stiftungen zu Asset-Liability- und Risikomanagement. Zudem verfügt er über umfassende Erfahrung in der Strukturierung von Kapitalanlagen und ist Sachverständiger für die betriebliche Altersvorsorge.



Privatbank mit Expertise seit 1590

BERENBERG

# Global vernetzt, lokal verwurzelt.

Berenberg ist Deutschlands älteste Privatbank. Seit mehr als 430 Jahren stehen wir für dynamisches Wachstum und zielorientiertes Handeln im Sinne unserer Kunden. Unabhängig und inhabergeführt.

Wir begleiten vermögende Privatanleger und Familien – häufig über Generationen hinweg. Dieser komplexen und verantwortungsvollen Aufgabe stellen wir uns mit ausgewiesener Kompetenz und Kontinuität in der Beratung. Unser Ziel ist es, über chancenorientiertes Risikomanagement das Vermögen unserer Kunden zu erhalten und zu mehren.

Wir freuen uns, Sie kennenzulernen – an 11 Standorten in Deutschland und gerne auch direkt bei Ihnen vor Ort!  
[wealthmanagement@berenberg.de](mailto:wealthmanagement@berenberg.de)

[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)



Hans Joachim Reinke, Vorstandsvorsitzender von Union Investment



FOTO: UNION INVESTMENT

## Union-Investment-Chef Hans Joachim Reinke macht 2026 Schluss

**INTERNE NACHFOLGE:** Nach 15 Jahren an der Spitze bei Union Investment gibt Hans Joachim Reinke seine Position als Vorstandsvorsitzender zum 1. April 2026 ab. Sein Nachfolger steht bereits fest: André Haagmann, bislang im Vorstand für das institutionelle Geschäft zuständig, wird die Führung übernehmen.

Reinke war insgesamt 35 Jahre im Unternehmen tätig, davon 22 Jahre im Vorstand und 15 Jahre als Vorstandsvorsitzender. Unter seiner Führung stieg Union Investment zu einem der führenden Vermögensverwalter in Europa auf. Das genossenschaftliche Fondshaus verwaltet inzwischen über 500 Milliarden Euro – ein Meilenstein, den das Unternehmen erst kürzlich erreichte. Zum Jahresende 2024 kletterte das verwaltete Vermögen auf 504,7 Milliarden Euro. Auch beim Gewinn vor Steuern erzielte das Unternehmen mit 1,24 Milliarden Euro einen neuen Höchststand.

„Wir wachsen gegen den Trend und haben unsere Position in Deutschland dank der Unterstützung unserer genossenschaftlichen Banken weiter ausgebaut“, sagte Reinke bei der Jahrespressekonferenz des Unternehmens. Treiber des Erfolgs war erneut das Privatkundengeschäft. Mit Nettozuflüssen von 12,6 Milliarden Euro (2023: 12,2 Milliarden Euro) verzeichnete der Vermögensverwalter dort den zweithöchsten Wert seiner Geschichte.

FOTO: PGIM FIXED INCOME



Daleep Singh

## Bidens Berater kehrt zu PGIM zurück

**RÜCKKEHR:** Daleep Singh ist wieder für PGIM Fixed Income tätig. Zum 21. April übernahm der dort gleich drei Positionen: stellvertretender Vorsitzender (Vice Chair), globaler Chefökonom und globaler Leiter des makroökonomischen Research. Er berichtet direkt an Gregory Peters, Co-Investmentchef von PGIM Fixed Income. Singh ist bei dem Vermögensverwalter kein Unbekannter und hatte dort gearbeitet, bis er von Februar 2024 an in der US-Regierung unter Präsident Joe Biden mitwirkte. Er war der oberste internationale Wirtschaftsberater des ehemaligen US-Präsidenten.

FOTO: DWS



Paul Kelly

## DWS verliert Alternatives-Chef

**UMSTIEG:** Paul Kelly, Chef der DWS Group im Bereich Alternatives, ist nach nur zwei Jahren von seinem Posten zurückgetreten. Der ehemalige Blackstone-Manager ist seit dem 1. April Vorsitzender einer 110 Milliarden Euro schweren Einheit der DWS, die sich um strategische Partnerschaften und anorganisches Wachstum kümmern soll. Die Leiter der unterschiedlichen Alternatives-Bereiche berichten künftig direkt an DWS-Chef Stefan Hoops.



Wolfram Grohnert

## Berenberg baut institutionellen Vertrieb aus

**MANNSCHAFT:** Das Wealth und Asset Management von Berenberg baut sein Team für institutionelle Kunden aus. Dafür ist seit Februar Wolfram Grohnert an Bord. Er war zuvor gut 14 Jahre lang bei der HSBC und gilt als Vertriebsexperte für die Bereiche Unternehmenskunden und Risikomanagement. Grohnert soll insbesondere den Dienstleistungsbereich für institutionelle Kunden ausbauen und Berenbergs Beratungsangebot entwickeln. Grohnerts weitere Karrierestationen waren bei Merrill Lynch und J.P. Morgan. Er berichtet an Matthias Grimm, Leiter institutionelle Kunden Deutschland.



Jürgen Wiedmann

## Geschäftsführung der Helaba Invest schrumpft

**ABSCHIED:** Jürgen Wiedmann verließ zum 31. März die Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft, bei der er Mitglied der Geschäftsführung war und will sich neuen beruflichen Herausforderungen stellen. Die Tochtergesellschaft der Helaba Landesbank Hessen-Thüringen will Wiedmanns Position nicht neu besetzen. Stattdessen sollen zukünftig die drei weiteren Vorstandsmitglieder Hans-Ulrich Templin, Olaf Tecklenburg und Dirk Krupper Wiedmanns Aufgaben übernehmen. Wer dabei konkret für welche Aufgabe zuständig sein wird, ist derzeit noch nicht final beschlossen, heißt es dazu von der Helaba.



Lars Fahnbrock

## HSBC bekommt neuen Geschäftsführer

**ZUGANG:** Lars Fahnbrock ist neues Mitglied der Geschäftsführung von HSBC Asset Management in Deutschland. Er rückt für Niklas Georg nach. Fahnbrock ist seit 2021 im Unternehmen. Zuvor war er rund sieben Jahre für die Deutsche Bank tätig. Weitere Karrierestation war die Credit Suisse, bei der er unter anderem die Investmentberatung leitete. Von 2001 bis 2007 arbeitete Fahnbrock bei der Bethmann Bank.



Vikram Bhandari

## Von Blackrock zu Schroders Capital

**WECHSEL:** Vikram Bhandari wird Leiter und Investmentchef von Schroders Capital. In der Private-Markets-Abteilung von Schroders tritt er damit eine neu geschaffene Position an. Bhandari arbeitet von London aus und berichtet an Ingo Heinen, globaler Leiter Geschäftsentwicklung und Produkte. Bhandari war zuvor sieben Jahre bei Blackrock als Senior Portfolio Manager tätig und baute dort den Bereich Multi-Alternatives im EMEA-Raum auf.



## Allianz Global Investors stellt Investmentspitze neu auf

**NACHFOLGE:** Michael Krautzberger (oberes Foto) wird Investmentchef (CIO) der Public Markets bei Allianz Global Investors. Ab dem 1. Juni 2025 verantwortet der derzeitige Global CIO Fixed Income in dieser neu geschaffenen Position die gesamte, rund 475 Milliarden Euro schwere Public-Markets-Plattform. Diese umfasst Anleihen, Aktien, Multi Asset und das Investment-Advisory-Angebot von Risklab. Zudem tritt Krautzberger, der erst im August des Vorjahrs von Blackrock zu AGI kam, dem Executive Committee bei.

Die Ernennung ist Teil der Nachfolge von Deborah Zurkow, Global Head of Investments, die im Laufe dieses Jahres in den Ruhestand treten wird. Jenny Zeng, derzeit CIO Fixed Income Asia Pacific, wird zum 1. Januar 2026 neue Fixed-Income-Chefin. Zudem wird Edouard Jozan (unteres Foto) neuer Head of Private Markets. Der derzeitige Leiter des Vertriebs Europa ist seit 2020 im Unternehmen und tritt die neu geschaffene Position zum 1. Juni 2025 an.

# DAS RUNDE MUSS INS ECKIGE

Das enorme Interesse an semiliquiden Vehikeln für Private-Markets-Anlagen zählt zu den spannendsten Branchentrends. Chancenreich und krisenfest sollen die Hoffnungsträger sein. An sorgsamem Management darf es für ihren erfolgreichen Einsatz aber nicht fehlen

*Ein Steckwürfel: Bei semiliquiden Fondsstrategien müssen illiquide Privatmarkt-Anlagen in ein regelmäßig handelbares Verhikel passen*



FOTO: CANVA

**P**rivate-Markets-Manager bauen ihr Geschäft fleißig aus. Ob Goldman Sachs mit der K-Bank in Thailand kooperiert, Blackstone neue Bündnisse in den USA schmiedet oder auch KKR künftig mehr im Nahen Osten aktiv werden will, die Liste entsprechender Schlagzeilen ließe sich fortsetzen. Anlageklassen wie Private Equity, Infrastruktur und Private Debt als offene Fondsangebote ohne Laufzeitbegrenzung zu gestalten, gehört zu den jüngeren Trends und findet branchenweit enormen Zuspruch. Die sogenannten Evergreen-Fonds sind kontinuierlich zugängliche Strategien ohne festgelegte Laufzeit. Im Gegensatz zu klassischen geschlossenen Fonds, bei denen das Kapital langfristig gebunden ist, ermöglichen immergrüne Offerten regelmäßig Ein- und Ausstiege für Investoren. Sie sind fungibel, wenn auch eingeschränkt, etwa auf monatlicher oder quartalsweiser Basis.

Insbesondere Private Equity mauert sich zunehmend zu einem wichtigen Spielfeld der liquiden Anlagewelt. Das dort verwaltete Vermögen wächst ebenso wie die Zahl neuer Offerten. Die Angebote reichen von aktiv gemanagten Fonds, die auf einen Strauß börsengelisteter Private-Equity-Investoren setzen, und ihren passiven Index-Pendants bis eben hin zu den semiliquiden Strategien, die auf ein breites Spektrum an Private-Equity-Anlagen zugreifen können. Die erstgenannte Gruppe profitiert nicht zuletzt von den stark steigenden Börsenwerten der gelisteten Private-Equity-Gesellschaften wie Blackstone, Brookfield, Apollo und KKR (siehe auch oberer Chart Seite 46). Trotz der Privatmarkt-Unternehmen im Portfolio handelt es sich um klassisch liquide Investments.

Der große Pluspunkt der semiliquiden Konzepte und Grund für das gern genommene Schlagwort von der Demokratisierung der Kapitalanlage ist, dass die vielfältigen privaten Kapitalmärkte damit nicht mehr ausschließlich institutionellen Investoren vorbehalten bleiben. Die Vorteile sollen denen geschlossener Private-Markets-Fonds nicht nachstehen. Während beispielsweise eine hohe Korrelation zwischen börsennotierten Aktien und festverzinslichen Wertpapieren die Aussichten gemischter 60/40-Portfolios schmälern kann, spricht sie für Alternativen wie Private Equity, um ein Portfolio zu diversifizieren und weitere Renditequellen zu nutzen. Zudem lassen Delistings und

Rückkäufe die Zahl der investierbaren börsennotierten Aktien sinken. Hinzu kommt eine breit angelegte Transformation, um Herausforderungen wie Dekarbonisierung, Demografie und Deglobalisierung zu meistern. Mit dem technologischen Fortschritt entstehen neue Unternehmen und Investmentgelegenheiten. Dieser weltumspannende Trend kann nicht zuletzt auch zahlreiche Chancen im Private-Equity-Bereich mit sich bringen.

### Pluspunkte für alle Anlegergruppen

Indem die semiliquiden Angebote es schaffen, ungelistete Unternehmen über ein handelbares Vehikel investierbar zu machen, sprechen sie ein weit größeres Publikum an. Anlagesummen ab 10.000 Euro bis in den mittleren fünfstelligen Bereich sollen den Zuspruch weiter fördern und dafür sorgen, dass die finanzielle Hürde nicht zu hoch ausfällt. Ein Vorteil für alle Anleger gleichermaßen ist die Möglichkeit, Anteile relativ einfach zu zeichnen und zurückzugeben.

Diese Flexibilität kann Kunden überzeugen, die ein Engagement in Private Equity anstreben, zugleich aber ihre Portfolios regelmäßig anpassen wollen. Institutionelle Investoren können diese so etwa für ihren Cashflow-Bedarf optimieren oder auch rasch neu ausrichten. Privatanleger und Family Offices wiederum erhalten Zugang zu privaten Märkten, ohne Kapital für längere Zeiträume binden zu

müssen. Dagegen sind bei geschlossenen Private-Equity-Fonds zehn bis zwölf Jahre Halftedauer keine Seltenheit.

Selbstverständlich müssen auch die Portfolios den neuen Liquiditätsansprüchen genügen. Deswegen gestalten die Fonds für gewöhnlich ein diversifiziertes Portfolio von Sekundärtransaktionen, das sowohl von Gesellschaftern (General Partner, GP) als auch von begrenzt haftenden Investoren (Limited Partner, LP) geführte Geschäfte umfassen kann. Dieses Streuen soll das Risiko mindern, indem die Investitionen unterschiedliche Vermögenswerte und Jahrgänge umfassen. Darüber hinaus ermöglicht der Sekundärmarkt Anlegern oft ein Engagement in reifen, bereits Cash generierenden Vermögenswerten, was ein anderes Risiko-Rendite-Profil als bei Primärinvestitionen schafft. Diese Primaries meinen die direkte Beteiligung an einem geschlossenen Private-Equity-Fonds, bei dem Anleger sich verpflichten müssen, über Jahre hinweg Kapital bereitzustellen, das die Fondsmanager bei Bedarf abrufen, um sich an den nicht börsennotierten Unternehmen zu beteiligen.

Die sogenannten Secondaries sind dagegen Anlagen in bereits bestehende Private-Equity-Fonds oder in Beteiligungen von anderen Investoren. Ein Co-Investment bedeutet in der Private-Equity-Welt, dass Anleger direkt neben einem General Partner in dasselbe Unternehmen investieren. Diese Investitionen erfolgen ty- ▶



**„Der runde Private-Equity-Pflock passt nicht leicht in das eckige Loch der Liquidität“**

*Julien Barral, Senior Director für Private Markets bei Bfinance*

pischerweise zu den gleichen Bedingungen, aber außerhalb oder zusätzlich zum führenden Private-Equity-Fonds. Während diese zwei Investment-Typen mit meist mehr als 80 Prozent das Schwergewicht der Anlagen ausmachen, bleibt für Primärinvestments wenig Raum (siehe auch unterer Chart).

Das gilt beispielsweise auch für den Schroders Capital Semi-Liquid Global Private Equity, der maximal 20 Prozent des verwalteten Vermögens in Primaries ste-

cken kann und jeweils 30 bis 50 Prozent in Secondaries und Co-Investments. Um hinreichend zu streuen, diversifiziert das Management sein Portfolio unter anderem mit unterschiedlichen Strategien wie Risiko- und Wachstumskapital sowie kleinen bis großen Buy-outs. Hinzu kommt noch die regionale Allokation, bei der auf Europa zwischen 30 und 50 Prozent der Investments entfallen dürfen. Gleches gilt für Nordamerika, während das Asien-Exposure minimal 10 und maximal 30 Prozent

betragen darf. Allianz Global Investors, JP Morgan AM, Muzinich & Co., Neuberger Berman und Pantheon sind nur einige weitere Beispiele für Private-Markets-Manager, die in jüngerer Vergangenheit Fonds dieses Typs aufgelegt haben. Der Eltif-Erfolg dient sicher auch als Vorbild. Diese semiliquiden Infrastrukturportfolios haben bereits ihr großes 2.0-Update mit teils noch niedrigeren Mindestanlagen hinter sich und blicken auf ein Rekordjahr 2024 zurück – mit 55 neuen Angeboten und 38 Prozent mehr verwaltetem Vermögen.

Nach Daten von Bfinance betragen die Assets under Management der halbflüssigen Private-Equity-Fonds knapp 30 Milliarden Euro. Das entspricht nahezu einem Zehntel aller semiliquiden Privatmarkt-Anlagen. Als besonders erfolgreich glänzen die zehn Private-Equity-Strategien dieses Typs mit dem längsten Track Record. Denn deren Vermögen stieg in den vergangenen zehn Jahren um den Faktor 30 auf insgesamt rund 15 Milliarden Euro. Das heißt, die reifen Angebote haben soviel Kapital angezogen, dass sie gut die Hälfte des Markts ausmachen, auf dem insgesamt bereits mehr als 40 semiliquide Private-Equity-Fonds zu haben sind. Die überwiegende Mehrheit davon kam allerdings erst ab dem Jahr 2020 hinzu und hat einen entsprechend überschaubaren Track Record (siehe Chart rechts oben).

„Auffällig ist, dass dieses Wachstum in eine Zeit fällt, in der die Kapitalflüsse Richtung Private Equity abnehmen“, stellt Julien Barral fest, Senior Director für Private Markets bei der Investmentberatung Bfinance. Deswegen sollten die Anleger vorsichtig sein: „Der runde Pflock der nicht börsennotierten Vermögenswerte passt nicht leicht in das eckige Loch der Liquidität.“ Hinzu käme, dass die Probleme erst dann zutage träten, wenn die Rückzahlungsanträge über einen längeren Zeitraum hinweg die Zuflüsse überstiegen.

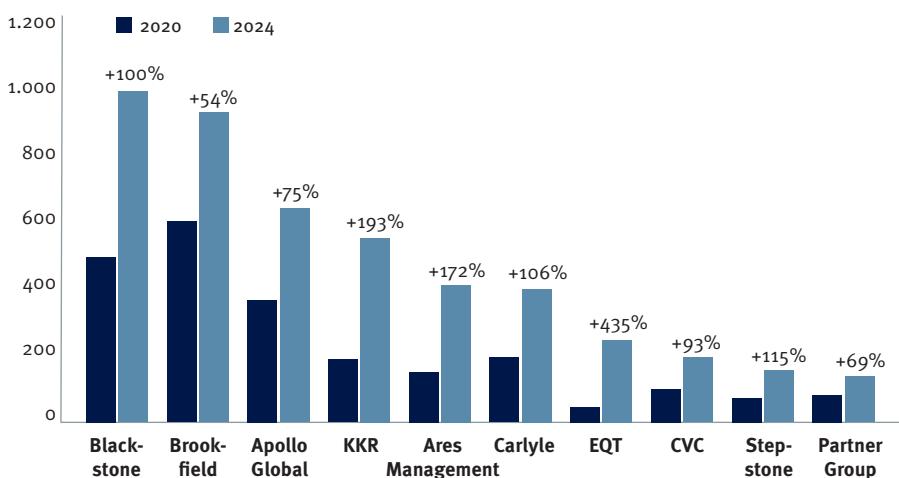
### Auf einen Streich minus 17 Prozent

Dass diese Konstellation keineswegs ausgeschlossen ist, zeigen die Probleme der offenen Immobilienfonds in den vergangenen Jahren. Einst als quasi sichere Geldanlage beworben, kam der erste Zusammenbruch mit der globalen Finanzkrise.

Was war passiert? Zahlreiche offene Immobilienfonds hatten ab Herbst 2008 die Rücknahme von Fondsanteilen für bis zu zwölf Monate ausgesetzt. Die Bot-

## Rasantes Wachstum: Top 10 der börsennotierten Private-Equity-Manager nach verwaltetem Vermögen

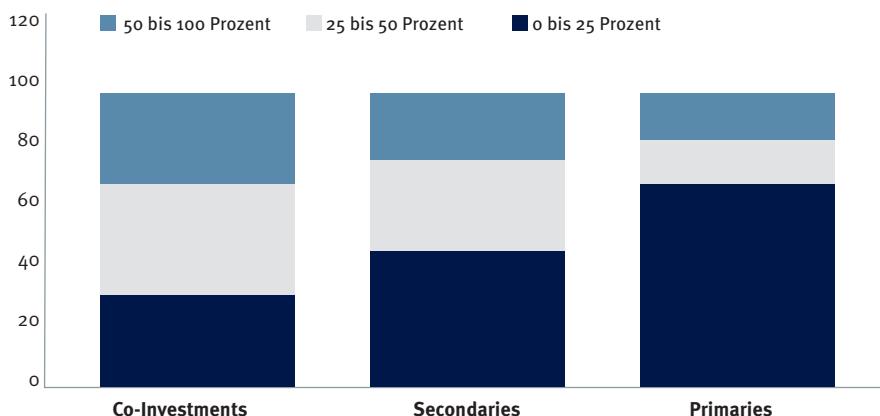
Assets under Management in Milliarden Euro



Quelle: Mackewicz & Partner, Daten aus November 2020 und September 2024

## Semiliquide Private-Equity-Fonds im Überblick

Aktuell managen mehr als 40 semiliquide Fondsangebote rund 30 Milliarden Euro. Der Median der Performance-Ziele nach Kosten liegt bei 12 Prozent, die Management-Gebühren bei 1,2 Prozent. Co-Investments und Secondaries dominieren die Portfolios



Quelle: Bfinance, März 2025

schaft: Dies geschehe zum Schutz der Anleger, da die Anbieter zum Erfüllen der Rückgabewünsche Immobilien verkaufen müssten und dies während einer internationalen Finanzkrise nur mit erheblichen Abschlägen möglich sei. Es lag wohl nicht zuletzt an einer enormen Flut von Anteilsrückgaben der institutionellen Kundenschaft, die diese Fondskategorie als praktischen Geldparkplatz nutzte und damals dringend Liquidität brauchte.

Unter dem Strich schauten viele Anleger in die Röhre und mussten jahrelang auf ihr Kapital verzichten, um dann schließlich einen Restwert zu erhalten. So hat beispielsweise Morgan Stanley die Schließung seines P2 Value wiederholt verlängert und das Portfolio mehrfach abgewertet. Im Herbst 2010 startete eine dreijährige Liquidierung, erst danach zahlte der Asset Manager seinen Anlegern schließlich Geld aus. Mehr als 8 Milliarden Euro sollen Anteilseigner damals allein mit den 17 offenen Immobilienfonds hierzulande verloren haben.

### Regeln sollen Abflüsse bremsen

Um zu verhindern, dass sich dieses Debakel wiederholt, besserten die Regulierer mit Mindesthaltezeit und Rückgabefristen nach. Umso überraschender dürfte es für Investoren im Juli 2024 gewesen sein, dass trotz dieser Sicherheitsmaßnahmen mit dem Uni Immo Wohnen ZBI ein knapp 5 Milliarden Euro schwerer Immobilienfonds plötzlich rund 17 Prozent weniger wert war. Vorausgegangen war, dass Experten die rund 1.000 Immobilien des Fonds im Rahmen einer Sonderbewertung neu eingeschätzt hatten. Der betroffene Fonds hatte seinem Namen entsprechend bevorzugt auf Wohnimmobilien hierzulande gesetzt, deren lange gestiegene Preise nach der Zinswende kaum noch Käufer zahnen wollten.

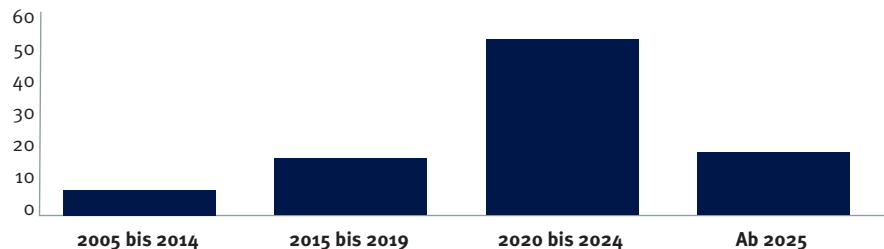
Wie sind die unterschiedlichen Maßnahmen nun einzuschätzen, die eigentlich nicht handelbare Anlagen fungibel machen sollen? Ein umfassendes und spezifisches Fachwissen müssen die Portfoliomanager in jedem Fall bereithalten, um die umfangreichen und komplexen Sekundärmarktbeteiligungen erfolgreich zu meistern.

Dabei sollten Investoren insbesondere fünf Aspekte von Private-Equity-Investments im Blick haben:

- 1. Liquidität: Nach Einschätzung der Bfinance-Experten fußt die vermeint-

### Zahlreiche Newcomer: Auflegungsjahr semiliquider Strategien

Angaben in Prozent



Quelle: Bfinance, März 2025

liche Liquidität der Vehikel meist auf der Kombination von Mechanismen wie etwa quartalsweiser Rücknahmeoption mit 5-Prozent-Limit (Redemption Gate), Mindesthaltezeiten (Lock-ups), Strafgebühren (Penalty Fees), Liquiditätsreserven, Kreditlinien und Stützkäufen der Gesellschafter: „Viele dieser Vehikel wurden bislang nicht in einem echten Stressszenario getestet. Anleger sollten deshalb kritisch hinterfragen, wie und wodurch Liquidität gewährleistet werden soll.“

- 2. Kundenstruktur: Eine stabile Klientenbasis erhöht die Tragfähigkeit semiliquider Fonds. Ein besonders großer Anteil vermögender Privatkunden über Family Offices, Wertpapierberater und Intermediäre birgt genauso Klumpenrisiken wie ein Übermaß institutioneller Anleger. Das gilt insbesondere in Krisenzeiten. Auch institutionelle Anleger sind nicht frei von gleichzeitigen Rückzugsbewegungen, wie beispielhaft die Krise der LDI-Fonds (Liability-driven Investing) im Vereinigten Königreich 2022 zeigte. In die hatten etwa Pensionskassen ihr Kapital gesteckt, um dank des speziellen Risikomanagements ihre Leistungszusagen sicher bedienen zu können. Aus Sicht der Experten ist es daher entscheidend, hinreichend weit über Anlegertypen, Kanäle und Märkte zu diversifizieren.

- 3. Interessenskonflikte: Vereinfacht gesagt müssen alle Anleger am gleichen Strang ziehen, was nicht selbstverständlich ist. Da diese zu unterschiedlichen Zeitpunkten ein- und aussteigen, können Bewertungs- und Verteilungsfragen auftreten. Eine faire Behandlung aller Limited Partner kann somit anspruchsvoll sein.

Gesellschafter sollten daher transparente Bewertungen, geeignete Governance-Strukturen wie etwa ein Limited Partner Advisory Committee (LPAC) und klare Rückgabeprozesse einrichten.

- 4. Gebührenmodell: Ein Großteil der semiliquiden Fonds erhebt von Beginn an Managementgebühren auf Basis des Nettoinventarwerts, und Performance Fees beruhen teilweise auf unrealisierten Gewinnen, stellen die Experten von Bfinance fest: „Im Vergleich zu klassischen Closed-End-Strukturen entstehen dadurch nicht nur höhere Anfangskosten, sondern auch neue Interessenskonflikte zwischen LPs und GPs.“ Transparente Mindestrenditen (Hurdle Rates) und eingelockte Höchststände (High Watermarks) seien essentiell, kämen aber nicht einheitlich zum Einsatz.
- 5. Renditeplus: Obwohl Marktteilnehmer argumentieren, dass semiliquide Vehikel mit klassischen Fonds langfristig mithalten oder diese sogar abhängen können, fehlen die Belege dafür. Argumente dafür sind beispielsweise die stetigen Reinvestitionen und ein Wegfall des sogenannten Tals der Tränen. Letzteres meint die durch Initialkosten zeitweise im negativen Bereich liegende Rendite (J-Kurve) von Private-Equity-Investments.

Da kaum eine Strategie einen Track Record von mehr als fünf Jahren vorweisen könne, sei die empirische Basis dünn, so Barral: „Die Performance hängt letztlich stark vom individuellen Ansatz ab – konservativ oder offensiv – und ist schwer generalisierbar.“ Enttäuschte und rückzugswillige Anleger sind somit auch unter diesem Gesichtspunkt keineswegs ausgeschlossen. ■

Marc Radke

# „Kein Kunde fragt nach einem Eltif“

Aquila Capital hat den AC One Planet Eltif aufgelegt, die Berliner Sparkasse vertreibt ihn bereits im Private Banking. Sind Berater und Kunden nach den Querelen um geschlossene Fonds für den Eltif bereit? Eine Abfrage

**private banking magazin:** Die Kündigungsfristen des AC One Planet Eltif sollen denen offener Immobilienfonds ähneln – die zuletzt saftige Mittelabflüsse und Abwertungen hinnehmen mussten. Sind illiquide Anlagen eine gute Idee für Privatkunden?

**Klaus Kramer:** Wenn wir jedem Anleger klar kommunizieren, dass es eben illiquide Investments sind. Diese Anlageklassen haben einen Diversifikationswert, stiften einen portfoliotheoretischen Nutzen. Und das schafft der Eltif besser, als es geschlossene Fonds in der Vergangenheit geschafft haben.

**Christian Humlach:** Anleger investieren mit Eltifs und offenen Immobilienfonds langfristig, müssen daher auch längerfristig auf Liquidität verzichten können. Die Frage ist: Wie lang ist „lang“?

**Privatanleger und institutionelle Anleger haben auf diese Frage unterschiedliche Antworten.**

**Humlach:** Das stimmt. Viele offene Immobilienfonds sind zusammengebrochen, weil einige institutionelle Investoren durch ihren gleichzeitigen Rückzug die Fonds konsolidiert haben. Also hatten die Probleme der Vergangenheit weniger mit dem Liquiditätskonzept oder den Strukturen wie dem Eltif oder offenen Immobilienfonds zu tun, sondern mit der falschen Anlegerstruktur.

**Welche Anlegerstruktur ist für einen Eltif sinnvoll?**

**Humlach:** Etwa 50 bis 60 Prozent Private-Banking-Kunden, ergänzt durch einige institutionelle Investoren, die das Konzept verstehen und die Chance nutzen, antizyklisch zu investieren. Aber natürlich auch Stiftungen und auch der eine oder andere kleinere Anleger.

**Und wenn es dennoch ruckelt?**

**Humlach:** Erst dann ist das Liquiditätsmanagement entscheidend: Zunächst verrechnen wir Mittelzuflüsse und -abflüsse. Dann nutzen wir die Liquidität im Fonds – wir halten circa 5 bis 7 Prozent Liquidität, obwohl wir regulatorisch vollständig investiert sein könnten. Als Nächstes kommen kurzfristige Finanzierungsmittel zum Einsatz. Wenn wir beispielsweise einen Solarpark im Bau finanzieren, läuft diese Finanzierung nach etwa zwei Jahren aus und wird durch Eigenkapital abgelöst – das schafft Liquidität. Theoretisch könnten wir auch auf Fondsebene Leverage aufnehmen, um Auszahlungen an Anleger zu finanzieren, bevor wir tatsächlich Assets verkaufen müssen.

**Kramert:** Diese Szenarien haben wir bei der Wahl der Produktpartner durchgespielt. Es ist auch die wichtigste Management-

aufgabe des Produzenten, sowohl für eine ausgewogene Mischung in der Kundenstruktur zu sorgen, als auch ein effizientes Liquiditätsmanagement sicherzustellen.

**Ihre Aufgabe ist dagegen, den Eltif in Private-Banking-Portfolios zu integrieren. Wie viel Eltif verträgt so ein Portfolio?**

**Kramer:** Darauf gibt es keine pauschale Antwort. Aber: Alternative Asset-Klassen wie Infrastruktur haben einen stabilisierenden Effekt auf die Schwankungsbreite eines Portfolios. Sie glätten im Sinne von Markowitz die Portfolioschwankungen und verbessern die Effizienzlinie. Sie helfen Portfolios auch in kleineren Dosen.

**Humlach:** Schauen wir auf große Endowment-Stiftungen wie Yale oder Harvard: Die haben zwischen 30 und 50 Prozent Private-Markets-Investments. Privatmarkt-Anlagen an sich sollten also grundsätzlich auch für Privatkunden sinnvoll sein.

**Klaus Kramer** leitet das Private Banking bei der Berliner Sparkasse. Seit 2011 führt er das Geschäft mit vermögenden Kunden bei dem Institut aus der Hauptstadt, das zu den größten Sparkassen Deutschlands gehört und eine Historie als Landesbank hat



FOTO: AQUILA CAPITAL

## **Stiftungen sind auf die Ewigkeit ausgelegt.**

**Kramer:** Deswegen empfehlen wir für Privatanleger eher eine Richtgröße von 10 Prozent. Der Eltif ist dabei Teil unserer Beratungsmandate. Er fungiert also als ergänzender Baustein, zum Beispiel neben einer liquiden Vermögensverwaltung und anderen Asset-Klassen wie Immobilien.

## **Das heißt auch: Die Berater müssen das Produkt erklären. Wie bereiten Sie sie darauf vor?**

**Kramer:** Die Eigenart verschiedener Asset-Klassen mit unterschiedlichen Fristigkeiten ist nichts Neues. Wie sind die Cashflows? Welche Rendite kann ich erwarten? Schwankt beides? Diese inhaltlichen Themen sind mindestens genauso anspruchsvoll zu vermitteln wie die Details zu Liquidität und Rückgabemöglichkeiten. Neu ist aber der Eltif als Vehikel. Deshalb investieren wir weiterhin viel in die fachliche Qualifizierung unserer Berater.

**Humlach:** Da die Fonds im Advisory-Geschäft landen, wird die Beratung aufwändiger. Die Skepsis gegenüber der Struktur selbst besteht hauptsächlich bei den Beratern, nicht beim Endkunden. Besonders die ältere Generation der Berater hat Schwierigkeiten mit geschlossenen Fonds erlebt, etwa zwischen 2000 und 2012. Durch die AIFM-Richtlinie und die MiFid-Regulierung wurde aber inzwischen Kostentransparenz geschaffen – die zweistelligen Provisionen von früher sind heute nicht mehr zu sehen. Die Eltif-Verordnung schützt Anleger zusätzlich.

## **Herr Kramer, Sie haben sich für einen Eltif mit Fokus auf erneuerbare Energien entschieden. Sollen andere Schwerpunkte folgen?**

**Kramer:** Wir werden definitiv weitere Anlageklassen aufnehmen. Wir haben für den Anfang bewusst einen Schwerpunkt im Zusammenhang mit dem Klimaschutz gesetzt. Es geht darum, welche Möglichkeiten Privatkunden – auch sehr vermögende – haben, über die Installation von Photovoltaik auf dem eigenen Dach hinaus aktiv zu werden.

## **Kommt die Initiative für Eltifs aber nicht eher von der Anbieterseite als von Anlegern?**

**Kramer:** Kein Kunde fragt explizit nach einem Eltif – es geht um den Inhalt. Als Berater ist es deshalb wichtig, Nachhaltigkeit mit Renditeerwartungen zu verknüpfen und zu zeigen, wie klassische Vermögensanlage – Substanzerhaltung, Vermögensaufbau – mit ESG-Werten kombiniert werden kann.

## **Welche Performance erwarten Sie denn bei Ihrem Eltif?**

**Humlach:** Etwa 5 bis 6 Prozent pro Jahr nach Kosten, allerdings mit deutlich stabileren Entwicklungen und Ausschüttungen als am Aktienmarkt. Diese Nettorendite entspricht dem, was die Anlageklasse in einer konservativen Ausrichtung hergibt: Wind, Sonne, Wasserkraft, große Batteriespeicher. Wir diversifizieren dabei regional, aber in entwickelten Ländern und über verschiedene Technologien.

## **Illiquide Assets kosten naturgemäß mehr. Sind Kunden bereit, für einen Eltif mehr zu zahlen als für den Aktien-ETF?**

**Humlach:** Nutzen und Aufwand sind hier entscheidend. Bei Sachwerten wie Infrastruktur benötige ich aufwändige Kauf- und Verkaufsverträge und intensive Prüfprozesse. Die Transparenz ist inzwischen durch die regulatorischen Vorgaben gesichert. Alle Kosten landen im Prospekt und im Basisinformationsblatt.

## **Kleiner Ausblick auf die Privatmarkt-Anlagen zum Schluss: Holt der deutsche Markt mit dem Eltif im Vergleich zum angelsächsischen Markt auf?**

**Kramer:** Der Markt wird dynamischer, besonders seit der Eltif-Novelle. Auffällig ist, dass im übrigen Europa bereits eine deutlich höhere Anbieter- und Produktdichte existiert als in Deutschland.

**Humlach:** In Deutschland haben wir eher ein Oligopol im Bereich Sachwerte und Privatmärkte. Die Anbieter kommen erstmals nach 10 oder 20 Jahren wieder in den Privatkundenmarkt. Bis jetzt fehlte einfach das passende Vehikel. Den Eltif können Anbieter aber in ganz Europa vertreiben, was zu größerem Volumen, mehr Diversifikation und günstigeren Kosten führt. Auch die großen institutionellen Private-Markets-Manager erkennen jetzt, dass eine diversifizierte Kundenbasis inklusive Privatkunden vorteilhaft ist. Die Frage ist, wie das in den einzelnen Ländern angenommen und umgesetzt wird. ■

Das Gespräch führte Thorben Lippert

### **Christian Humlach**

leitet die Beratung der Wholesale-Kunden von Aquila Capital. In seiner beruflichen Laufbahn arbeitete er unter anderem für die UBS, Principal Global Investors und Legg Mason. Dort war er in unterschiedlichen Führungsfunktionen vornehmlich im Vertrieb tätig



FOTO: AQUILA CAPITAL



*Undurchsichtig: Die Kostenstrukturen der Börsen lassen sich laut MSP-Studienleiterin Niki Beattie mit der Situation vergleichen, dass Restaurants im Nachhinein Extra-gebühren erheben, je nachdem, wie und mit wem Kunden ihr zum Mitnehmen bestelltes Essen zu Hause verzehren*

# MARKTDATEN-MONOPOLY

Börsen stehen wegen hoher Preise für Marktdaten in der Kritik. 2024 erreichten die Ausgaben für Finanzmarktdaten weltweit knapp 50 Milliarden US-Dollar. Asset Manager berichten von zunehmend komplexen, schwer nachvollziehbaren Strukturen – und fordern notfalls regulatorische Eingriffe

**D**ie Ausgaben der Asset Manager für Finanzmarktdaten wie Börsenkurse und Indizes sind in den vergangenen Jahren gestiegen. Sie erreichten 2024 weltweit knapp 50 Milliarden US-Dollar. „Die Preissteigerungen sind massiv“, sagt Thomas Richter, Hauptgeschäftsführer des deutschen Fondsverbands BVI. Eine aktuelle Studie der Londoner Strategieberatung Market Structure Partners (MSP) hat das Preisgebaren der Börsen in Europa nun genauer unter die Lupe genommen – mit deutlichen Ergebnissen.

## Die Preisspirale

„Die Studie zeigt, dass die Börsen in Europa mit den Preiserhöhungen ihre rückläufigen Umsätze im Handelsgeschäft ausgleichen“, so Richter. Diese Preissteigerungen würden allerdings jeder sachlichen Grundlage entbehren: „Denn für die Erstellung von Marktdaten fallen keine spezifischen Kosten an, und die Kosten für den Betrieb einer Handelsplattform sind stabil oder sogar rückläufig.“

Die Deutsche Börse sieht die Situation naturgemäß anders. Die Marktdatenpreise seien grundsätzlich darauf zurückzuführen, dass Kosten steigen. Unter anderem durch regulatorische Änderungen wie beispielsweise MiFID II sowie durch Inflation und den zunehmenden Wettbewerb um Talente. „Die regulatorischen Änderungen betreffen unter anderem die Vorhaltung ausreichender IT-Kapazitäten, Vorkehrungen zur Cybersecurity, umfängliche Berichtspflichten sowie spezifische Anforderungen an die Inhalte der Daten-Feeds“,

erklärt eine Sprecherin der Deutschen Börse. Dies seien nur einige Beispiele, die sich jedoch summieren und so auf die jeweilige Kostenstruktur auswirken würden.

Ein Bericht des Beratungsunternehmens Oxera, auf den sich die Deutsche Börse stützt, kommt zu dem Schluss, dass die Börsenerlöse von 2018 bis 2023 relativ stabil geblieben seien. Konkret lag bei den Mitgliedsbörsen des Verbands der europäischen Wertpapierbörsen (Federation of European Securities Exchanges/FESE) der durchschnittliche Anteil von Marktdatenlösen im Vergleich zu Handelerlösen 2018 bei 26 Prozent, 2023 bei 29 Prozent.

Die Finanzmarktstruktur-Expertin Niki Beattie von MSP zeigt in der Analyse jedoch große Preisunterschiede für die glei-

chen Marktdaten auf, je nachdem, wie sie verwendet werden. Non-Display-Daten, die rein maschinell verarbeitet werden, waren 2024 in bestimmten Fällen bis zu 97-mal teurer als Display-Daten 2017, die auf Monitoren angezeigt und von menschlichen Nutzern gelesen werden.

## Wie im Restaurant

In einem LinkedIn-Beitrag vergleicht Beattie die Situation mit einem Restaurant: „Stellen Sie sich vor, Sie bestellen ein Essen zum Mitnehmen, und das Restaurant ruft später an und verlangt Extragebühren – je nachdem, wie viele Teller Sie benutzen, ob Sie es in der Mikrowelle oder im Ofen aufwärmen, was Sie beruflich machen oder wie viele Freunde und Famili-



Thomas Richter ist seit 2011  
Hauptgeschäftsführer des  
deutschen Fondsverbands BVI

lienmitglieder mitgegessen haben.“

Diese Analogie beschreibt die un durchsichtigen Gebührenstrukturen, die Börsen für die Nutzung ihrer Marktdaten eingeführt haben. Während vor MiFID I Marktdaten oft kostenlos oder zu moderaten Preisen verfügbar waren, haben die Börsen seither zahlreiche neue Gebührenkategorien eingeführt, die sich je nach Verwendungszweck, Benutzertyp und Verbreitungsart unterscheiden.

### Im Alltag der Asset Manager

Das spüren Asset Manager. „Die Kosten für zentral bezogene Marktdaten sind von 2018 bis 2024 um etwa 125 Prozent gestiegen“, berichtet Rolf Fillinger, Leiter Marktdaten-Management bei Union Investment. Bei seinem Arbeitgeber machen die Marktdatenkosten rund 3 Prozent der Verwaltungsaufwendungen aus. Für Janos Bohnke von Allianz Global Investors ist es noch teurer: „Marktdatenkosten machen etwa 20 Prozent unserer gesamten operativen Kosten aus.“ Er beobachtet: Kosten für Display-Daten erhöhten sich moderat, während Indexkosten um über 70 Prozent stiegen, insbesondere bei der London Stock Exchange. Ein besonderes Problem sehen beide Bereichsleiter darin, dass die Komplexität zunimmt: „Die verschiedenen Lizenzmetriken der Anbieter und Börsen machen einen Vergleich unmöglich, und die Metriken werden regelmäßig gewinnmaximierend weiterentwickelt“, so Fillinger. Bohnke ergänzt: „Die Preisstruktur ist äußerst komplex und umfasst eine Vielzahl an Faktoren: Kosten pro Nutzer,

Lokationen, Reporting, Applikationen zur Datenverarbeitung, Datenweiterleitung, die Nutzung in Benchmarks sowie maßgeschneiderte Indizes.“

### Oligopolmacht

Die MSP-Studienautoren kommen zu einem klaren Schluss: Es gibt keinen echten Markt für Marktdaten. Die Börsen würden ihre Marktmacht nutzen, um ungerechtfertigt hohe Preise zu verlangen. Die Daten seien lediglich ein Nebenprodukt des Handels und sollten entsprechend bepreist werden. Eine Gewinnmarge von rund 75 Prozent, wie sie bei den Börsen für Marktdaten üblich sei, sei nicht angemessen. Denn: Andere Datenanbieter wie Investmentbanken oder Datenvendoren wie Refinitiv haben lediglich Gewinnmargen von 24 bis 26 Prozent.

Der BVI und die Asset Manager kritisieren aber nicht nur die Preisniveaus, sondern auch die Oligopolstrukturen und die Marktbeherrschung der großen Börsen und Datenanbieter. „Fondsgesellschaften sind gesetzlich verpflichtet, Börsenkurse, Benchmarks, Ratings und andere Daten von Drittanbietern zu verwenden“, erklärt Richter. „Das gibt den Datenanbietern Marktmacht und führt zu teilweise explodierenden Preisen.“

### Wandel des Geschäftsmodells

Ein weiterer bemerkenswerter Aspekt: Der Anteil des Aktienhandels am Gesamtumsatz der großen europäischen Börsen sank in den vergangenen Jahren drastisch. Bei der Deutschen Börse und der London

Stock Exchange Group (LSEG) macht er nur noch etwa 3 Prozent aus. Die MSP-Studie empfiehlt, dass sich Börsen wieder auf ihr Kerngeschäft fokussieren und eine Kongruenz zwischen Aktienhandel und Markt datengeschäft herstellen.

Laut den Studienautoren ist es bedenklich, wenn Börsen den Aktienhandel „zu einem Restposten bei 4 Prozent Umsatzanteil verkommen lassen“. Denn das verhindert, dass es mehr Börsennotierungen, mehr Börsenhandel und mehr private Vermögensbildung gibt – obwohl sich die Politik genau das wünscht. Parallel zu dieser Entwicklung werden die Gebührenmodelle für Marktdaten immer komplexer gestaltet und stetig weiterentwickelt, wie Asset Manager berichten.

Die Börsen argumentieren dagegen, dass sie durchaus in ihre Kernmärkte investieren. „Wir sind bestrebt, unseren Kunden genau die Informationen zu liefern, die sie benötigen – zeitgerecht und in der für sie passenden Form“, erklärt eine Sprecherin der Deutschen Börse. Das Unternehmen betont, dass es ein reines B2B-Geschäft betreibe und viele seiner institutionellen Kunden persönlich hinsichtlich des Angebots berate. Zudem seien alle Vereinbarungen zur Marktdatenverteilung, Preislisten sowie die zugehörigen Dokumente öffentlich einsehbar.

### Regulierung als Lösung?

„Am Ende wäre konzeptionell eine Gesamtlösung nötig“, folgert Richter in seinem Podcast „Nachdenken“. „Deshalb setzen wir uns für einen sogenannten Data Vendor Act auf EU-Ebene ein, der gleichförmige Regeln zur Bepreisung von Marktdaten im weitesten Sinne, aber auch zu zulässigen Lizenzinhalten und gewissen Transparenzanforderungen, wie zum Beispiel Preislisten für alle Datenprodukte, festlegen würde.“

Dass jemand aus der Finanzbranche mehr Regulierung fordert, mag überraschen. Schließlich treten die Fondsverbände sonst eher für Deregulierung ein. Weber entkräftet diesen Widerspruch wie folgt: „Wir reden hier nicht über eine Preisbildung in einem freien Markt. Dieser Markt ist nicht frei, denn wir sind gesetzlich verpflichtet, diese Daten zu kaufen, ob das jetzt ESG-Daten, Ratings oder Börsenkurse sind. Der Gesetzgeber treibt uns sozusagen in die Arme der Oligopole, die dieses Angebot zur Verfügung stellen.“

Rolf Filinger ist seit 2012  
Leiter für den Bereich  
Marktdaten-Management  
bei Union Investment



## Konkrete Wünsche

Bis die Politik den Markt EU-weit regulatorisch einrahmt, müssen Asset Manager andere Wege finden, um die steigenden Marktdatenkosten in den Griff zu bekommen. Weber empfiehlt „intensive Verhandlungen mit den Anbietern“ und mehr Transparenz, indem die Akteure Kosten-Benchmarks nutzen. Zudem sollten Mitglieder verstärkt die Wettbewerbsbehörden einschalten, „um hier einen gewissen Abschreckungseffekt zu erzielen“.

Die Produktwünsche der Asset Manager sind simpel: Union Investment fordert eine „einfache und transparente Struktur“. Verwendet ein Asset Manager Daten hausintern, dann hält Union einen Festpreis für sinnvoll – unabhängig von der Zahl der Nutzer, Systeme, Geschäftsbereiche oder Standorte. Allianz Global Investors wünscht sich „ein Lizenzmodell, das unabhängig von komplexen Preistreibern ist“ sowie nachvollziehbare Preislisten.

## Wer zahlt am Ende?

Dass die Debatte um Marktdatenkosten heißer wird, hängt natürlich auch mit dem Kostendruck bei Häusern wie Union oder Allianz Global Investors zusammen – schließlich sinken die Einnahmen. Die zentrale Frage bleibt: Wer trägt am Ende die steigenden Marktdatenkosten? Aktuell geben sowohl Union Investment als auch Allianz Global Investors an, sie weitgehend selbst zu tragen. Bei Union Investment findet „keine direkte Kundenumlage“ statt.

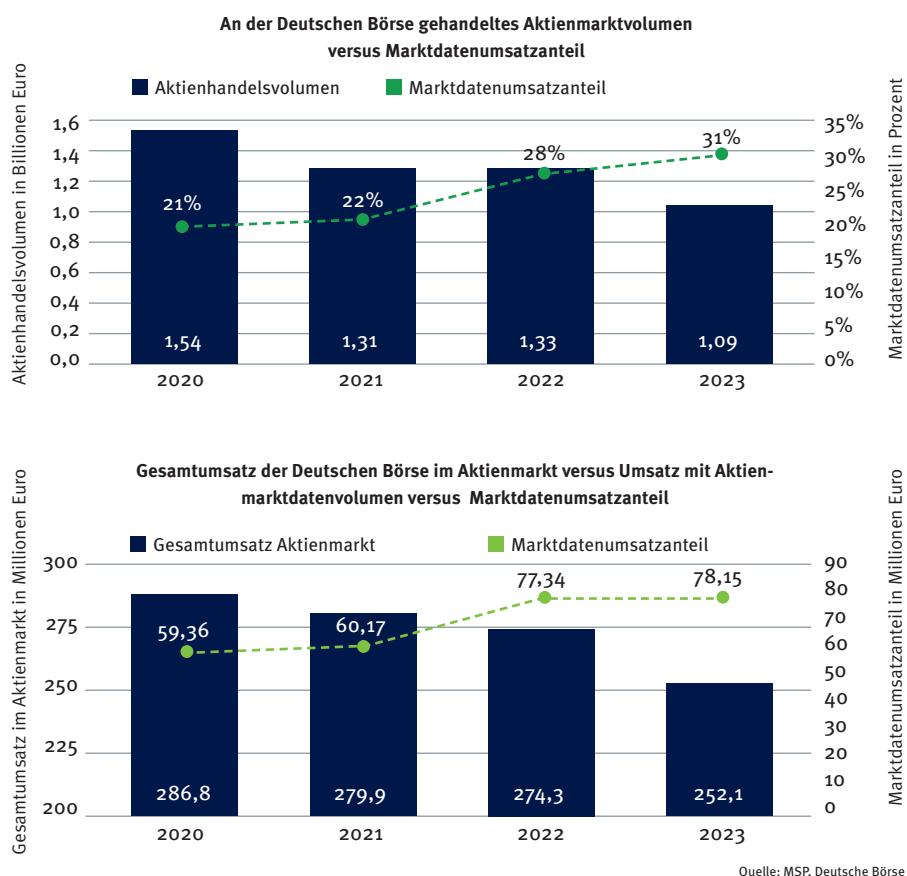
Das könnte sich langfristig aber theoretisch ändern. Die Folge: Die hohen Marktdatenkosten dürften Fondsrenditen schmälern und die Produkтивität einschränken. „Letztlich trägt der Fondssparer die Preiserhöhungen für Marktdaten“, warnt BVI-Chef Richter schon jetzt. Die Autoren der MSP-Studie sprechen von „erheblichen Opportunitätskosten“, wenn zu hohe Marktdatenpreise sowohl Innovationen als auch den Vertrieb bestimmter Produkte verhindern.

Ob sich Fondsbranche und Börsen auf einen gemeinsamen Nenner einigen können oder ob regulatorische Eingriffe notwendig werden, bleibt abzuwarten. Für viele Asset Manager steht fest: Die aktuelle Situation mit explodierenden Kosten für immer restriktiver nutzbare Daten ist unhaltbar – und schadet letztlich den Anlegern. ■

Benita Rathjen

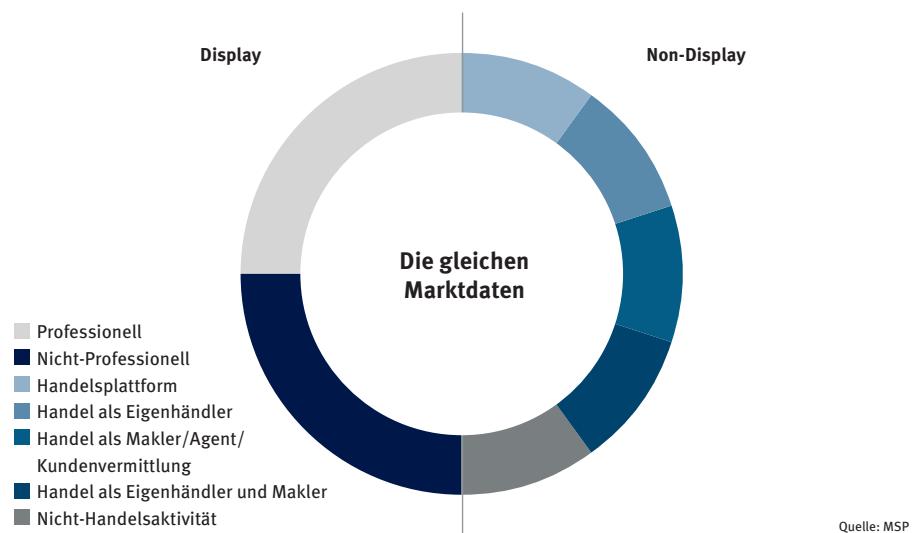
## Gegenläufige Entwicklung

Handelsvolumina sowie -umsätze der Deutschen Börse gehen zurück – doch gleichzeitig steigen die Marktdatenumsätze und deren Anteil am Gesamtumsatz



## Welche Preiskategorien Börsen für ihre Daten haben

Obwohl es keinen Unterschied für die Produktionskosten der Daten gibt, haben Börsen ihre Kunden in unterschiedlich bepreiste Kategorien eingeteilt. Hier ein Überblick



VIETNAM AUF WACHSTUMSKURS

# „INFRASTRUKTUR, INNOVATION ODER INVESTITIONEN: VIETNAM WIRD FÜR ANLEGER IMMER ATTRAKTIVER“

Mit ehrgeizigen Wachstumszielen und milliardenschweren Investitionen positioniert sich Vietnam als Asiens neuer Wirtschaftsmotor, so Mario Timpanaro, Portfoliomanager des Lumen Vietnam Fund



*Mario Timpanaro,  
Gründer von Aquis Capital  
und Portfoliomanager  
des Lumen Vietnam Fund*

**private banking magazin:** Herr Timpanaro, die vietnamesische Regierung hat die BIP-Prognose für 2025 auf 8 Prozent angehoben. Ist das realistisch?

**Mario Timpanaro:** Das Wachstumsziel ist ambitioniert, aber durchaus erreichbar, insbesondere angesichts des starken Vorstoßes der Regierung für Investitio-

nen in die Infrastruktur. Die Regierung zeigt Entschlossenheit, die Infrastrukturrentwicklung zu beschleunigen, um das volle Wachstumspotenzial des Landes auszuschöpfen. Die Investitionen sollten unserer Meinung nach 1 bis 1,5 Prozent zum BIP in den nächsten Jahren beitragen.

Dazu gehören die Erweiterung des Flughafenterminals 3 im Zentrum von Ho Chi Minh City – Einweihung am 5. April –, aber auch der neue Flughafen südlich der Metropole, der im ersten Halbjahr 2026 fertiggestellt sein soll. Des Weiteren sind weitere neun Metrolinien geplant, die erste Linie wurde Ende 2024 erfolgreich in

Betrieb genommen. Eine Großstadt kann ohne gut funktionierende Metro nicht gedeihen. Der Ausbau der Autobahnen wird mit großen Anstrengungen weitergeführt, was letztlich auch dem Logistiksektor und dem Tourismus zugutekommt. Zusätzlich wird das Megaprojekt der Hochgeschwindigkeitszuglinie gestemmt, welche die Hauptstadt Hanoi mit der Wirtschaftsmetropole Ho Chin Minh City verbinden soll. Ein Investment von 67 Milliarden US-Dollar – bis 2035 soll die Verbindung stehen.

**Während Ihres letzten Besuchs lag der Optimismus in Bezug auf das Inlandswachstum eher hinter der Markterwartung. Welche Impulse braucht es, um die Trendwende einzuleiten?**

**Timpanaro:** Wir merken, dass die Menschen im Land vermehrt Geld sparen. Zwar nahmen die Neuwagenzulassungen im vergangenen Jahr leicht um 2,6 Prozent zu, aber beim Erwerb von langlebigen Gütern sehen wir eine gewisse Zurückhaltung. Der Verkauf von elektronischen Komponenten hinkt ebenfalls der Markterwartung hinterher, während der Export dieser Güter stark zugenommen hat. Diese zurückhaltende Haltung spiegelt sich im PMI-Index, der in den vergangenen drei Monaten unter der Schwelle von 50 Punkten – Februar: 49,2 – lag. Der Binennkonsum trägt mit 55 Prozent stark zum Bruttoinlandsprodukt bei.

Eine sehr positive Entwicklung für die Wirtschaft ist der Aufschwung des Tourismus: In den ersten zwei Monaten 2025 haben die Übernachtungszahlen um 30 Prozent zugenommen. Neben Touristen aus Südostasien beobachten wir eine große Nachfrage aus Europa, speziell aus Deutschland. Der Tourismus trägt schon jetzt rund 8 Prozent zum BIP bei.

**Neben dem traditionellen Fertigungssektor scheint Vietnam auch in fortschrittliche Industrien wie Halbleiter und KI vorzudringen. Wie sehen Sie diese Entwicklung?**

**Timpanaro:** Ein äußerst spannendes Thema. Vietnam hat sich nicht nur als Produktions-Hub etabliert, sondern gewinnt zunehmend auch in fortschrittlichen Industrien wie der Halbleiterfertigung und KI an Bedeutung. Große Technologieunternehmen wie Samsung, Intel, LG, Apple und Google haben Produktionsstätten in Vietnam errichtet. Das ist nicht nur ein Beweis für die Wettbewerbsfähigkeit des

Landes, sondern auch für die wachsende Innovationskraft. Besonders bemerkenswert ist, dass Nvidia ein KI-Forschungszentrum in Hanoi etabliert, was Vietnams Ambitionen, zu einem der führenden KI-Zentren in Südostasien zu wachsen, stärkt.

**Trotz des Optimismus sind Bedenken hinsichtlich der Zölle und Handelspolitik nach wie vor präsent. Welche Strategie verfolgt die Regierung, um mit ihnen umzugehen?**

**Timpanaro:** Die Eskalation von Zöllen ist sicherlich ein Risiko, insbesondere angesichts der erratischen Trump-Politik. Im Gegensatz zu anderen Ländern, wie China oder Mexiko, gewinnt Vietnam mit einer Pro-Aktiv-Haltung die Gunst der USA, um deren Handelsbilanzdefizit zu schließen.

Ein größeres Liquid-Gas-Terminal im Umfang von 3 Milliarden US-Dollar, das noch 2025 in Betrieb gehen wird, wurde mit einem US-Lieferanten abgeschlossen. Des Weiteren haben Vietnam Airlines und VietJet bei Boeing 250 Flugzeuge bestellt. Da es sich um das Modell 737/9 handelt, wird es zu massiver Verzögerung bei der Lieferung kommen. Dieser Auftrag über 32 Milliarden US-Dollar, der über Jahre verteilt ist, zeigt, wie Vietnam geschickt um die Gunst der Amerikaner wirbt. Es ist auch noch zu erwähnen, dass Leute wie Elon Musk oder Nvidia-CEO Jensen Huang, die Trump nahestehen, größere Investitionen in Vietnam planen. SpaceX sensibilisiert seine taiwanesischen Lieferanten, ihren Produktionsstandort nach Vietnam zu verlagern. Nvidia erwägt den Bau einer Halbleiterfabrik. Unlängst hat die staatliche Petro Vietnam mit der amerikanischen Conoco Phillips einen Vertrag über 4,15 Milliarden US-Dollar für den Bau weiterer LNG-Terminals vereinbart.

**Welche Bedeutung hat Vietnam für Investoren im asiatischen Raum?**

**Timpanaro:** Vietnam bietet heute eine der spannendsten Anlagemöglichkeiten im asiatischen Raum, besonders im Hinblick auf das starke Wirtschaftswachstum und die beeindruckende Erholung der Unternehmensgewinne. Wir rechnen für den Lumen Vietnam Fund mit einem Gewinn von 17 Prozent pro Aktie, bei einer KGV-Bewertung von lediglich 11,9. Das BIP dürfte in diesem Jahr 7 Prozent betragen, wovon wir in Europa nur träumen können. Vietnam

bietet eine sehr gute Diversifikation für jedes Portfolio, da die Korrelation zu den meisten wichtigen Indizes weltweit sehr niedrig ist.

**Wie sehen Sie die Entwicklung am vietnamesischen Aktienmarkt?**

**Timpanaro:** Wir beobachten, dass die inländischen Investoren am Markt zurückgekommen sind. Das täglich gehandelte Volumen beträgt durchschnittlich 800 bis 900 Million US-Dollar. Nach einer längeren Seitwärtsbewegung zwischen 1.260 und 1.300 Punkten ist der Markt jüngst nach oben ausgebrochen. Für diese Entwicklung gibt es mehrere Gründe: Zum einen die Einführung des neuen Handelssystems KRX, das auch Intraday Trading erlaubt, was wiederum das Handelsvolumen beflügeln wird. Der zweite viel wichtigere Grund ist die für September 2025 geplante Hochstufung zum Emerging Market durch FTSE Vietnam. Das wird dem Markt neue Impulse verleihen. Die Hochstufung durch MSCI wird erst in ein bis zwei Jahren erwartet, was dem vietnamesischen Aktienmarkt den weit größeren Turboeffekt bringen sollte.

**Wie stabil ist die Regierung in Hanoi und was macht sie, um internationale Anleger anzuziehen?**

**Timpanaro:** Sie ist sehr stabil. Zum einen ist zu sehen, dass sie die nötigen Schritte unternimmt, um den Wohlstand im aufstrebenden Land zu gewährleisten. Das wird von der Bevölkerung wohlwollend aufgenommen. Zum anderen erarbeitet sie sich die nötige Glaubwürdigkeit und Transparenz bei den ausländischen Gesellschaften. Ob Infrastruktur, Innovation oder die ambitionierten Investitionen: Vietnam wird für Anleger immer attraktiver. Daher erstaunt es nicht, dass die ausländischen Direktinvestitionen sich so gut entwickelt haben; 2024 flossen 25,35 Milliarden US-Dollar in das Land – ein Rekordhoch. Waren es in der Vergangenheit internationale Firmen, die den Produktionsstandort von China nach Vietnam verlagerten, beobachten wir, wie bereits im letzten Quartal 2024, dass chinesische Gesellschaften diesem Trend folgen. Dies geschieht aus der Befürchtung heraus, sich aufgrund der US-Zölle neu aufstellen zu müssen. Dieser Trend wird unserer Meinung nach auch die nächsten Jahre anhalten, bevor es zu einer Konsolidierung kommen könnte. ■

## DACHTERRASSE

NAMEN & NACHRICHTEN



New York, Stadt  
der Wolken-  
kratzer, Kultur,  
Träume und  
Millionäre

Powerball-Lottoschein der texanischen Lotterie

„25 Millionen Lottoscheine bitte“

**WETTE:** 95 Millionen US-Dollar im Jackpot der „Texas Lottery“, ein Dollar pro Ticket und nur 25.8 Millionen mögliche Kombinationen – ideale Bedingungen für den ehemaligen Banker Bernard Marantelli und seinen Partner und Financier, „Joker“ John Wilson. Ihr Team organisierte Ticket-Drucker, die tagelang liefen. Erfolgreich und legal. Doch bezeichnet der texanische Vizegouverneur, Dan Patrick, ihren Gewinn als „größten Diebstahl am texanischen Volk“.

FOTO: IMAGO IMAGES/JOHN ANSELLO



FOTO: IMAGO/EIBNER-PRESSEFOTO/EXPA/GRODER

René Benko

## King of the hill

**MILLIONÄRSRANKING:** „I wanna wake up in that city, that doesn't sleep and find I'm king of the hill, top of the list“, singt Frank Sinatra in „New York, New York“. Die ernüchternde Nachricht für alle Nacheiferer: Ganz so einfach wird das nicht. 66 Milliardäre leben bereits in New York, hinzu kommen 756 Zenti-Millionäre und fast 385.000 Millionäre. Das geht aus dem „World's wealthiest Cities Report 2022“ von Henley & Partners hervor. Das Gesamtvermögen der New Yorker übersteigt demnach 3 Billionen US-Dollar. Sortiert man Städte nach der Zahl ihrer Millionäre, gewinnt New York. Auf Platz 2 der vermögendsten Städte der Welt folgt die Bay Area, das Silicon Valley, mit 82 Milliardären, 756 Zenti-Millionären und 342.400 Milliarden. Platz 3 belegt Tokyo mit 292.300 Millionären, 262 Zenti-Millionären und 18 Milliardären. Platz 1 im europäischen Vergleich belegt Paris mit mehr als 160.000 Millionären, 277 Zenti-Millionären und 22 Milliardären. Im globalen Vergleich reicht das für den siebten Platz. In Deutschland liegt Frankfurt mit über 80.000 Millionären vorn. In der Stadt leben außerdem 132 Zenti-Millionäre und 13 Milliardäre. Damit erreicht es noch knapp vor Zürich Platz 19 in der internationalen Rangliste. In Zürich wohnen knapp 88.000 Millionäre, 180 Zenti-Millionäre und 10 Milliardäre. Würde man die Liste nach Millionären pro Einwohner ordnen, wären die Plätze wohl anders verteilt.

## Vergoldete Flucht?

**FLUCHTGEFAHR:** Die österreichische Staatsanwaltschaft ermittelt gegen die Ingbe-Stiftung, benannt nach René Benkos Mutter Ingeborg. Die Stiftung verkaufte Mitte März 360 Kilogramm Gold für 30 Millionen Euro. Die Ermittler vermuten, dass so Vermögen vor Gläubigern oder der Justiz geschützt werden soll und Benko sich mit dem Erlös ins Ausland absetzen könnte. Benko sitzt seit dem 24. Januar in Untersuchungshaft.

Beeindruckend: Sarah de Lagarde, die ehemalige Kommunikationschefin von Janus Henderson, verlor bei einem Unfall ihren rechten Arm und ihr rechtes Bein



# TRADITION VERPFLICHTET

Alljährlich schaut der private banking kongress in München vorbei. In der Millionenmetropole standen Portfoliomanager und Investmentexperten auf der Bühne – aber auch Wissenschaftler, die über Geopolitik, Wirtschaft und Technologie sprachen

In Bayern geht es vielerorts noch traditionell zu. Dass der private banking kongress in München hält macht und der Veranstaltungsort das Hotel Sofitel München Bayerpost ist, das ist eine solche Tradition – und das seit 2012. Natürlich (oder freilich?) setzte der insgesamt 35. private banking kongress diese fort. Beim Kongress zählten die Veranstalter von rehblau events weit über 200 Gäste aus dem Private Wealth Management, der unabhängigen Vermögensverwaltung, aus Family Offices und der institutionellen Kapitalanlage. Das zweitägige Programm

war dabei wie gewohnt gespickt mit hochkarätigen Keynote-Speakern. Yasmin Weiß von der TH Nürnberg sprach über den Einfluss der Technologie und inwieweit künstliche Intelligenz die Arbeitswelt verändert. Es folgten Kapitalanlagethemen, sowohl an den Roundtables und damit in Kleingruppen, als auch auf der großen Bühne. Dort sprachen Portfoliomanager teilweise parallel – die Gäste konnten über Kopfhörer wählen, welchem Vortrag sie lauschen möchten.

Emotionaler Höhepunkt war der Vortrag von Sarah de Lagarde. Die ehemalige

Kommunikationschefin von Janus Henderson Investors verlor bei einem Unglück ihren rechten Arm und ihr rechtes Bein – und erklärte den Zuhörenden, wie sie sich mit den richtigen Zielen und der Hilfe künstlicher Intelligenz zurück ins Leben und den Beruf kämpfte. Danach zog es die Kongressteilnehmenden in die Herzog Bar, ebenfalls im Herzen Münchens, um sich für den nächsten Tag zu stärken. Der hatte nämlich auch wieder viel zu bieten. Florence Gaub vom Nato Defense College in Rom warf einen Blick auf die unsichere Geopolitik – und rüttelte da- ➤





*Henning Vöpel, Direktor des Centrums  
für Europäische Politik*

mit die Zuhörer schon am frühen Morgen auf. Dann ging es wieder um aktuelle Kapitalmarktthemen an den Roundtables, und auf der Bühne sprachen Shiva Maria Schneider von Cormens und der Unternehmerberater Jörg Plesse zu Themen aus der Beratungspraxis. Den Schlusspunkt setzte Henning Vöpel, Direktor des Centrums für Europäische Politik. Er beleuchtete die Frage, welche Wachstumsmöglichkeiten es für entwickelte Ökonomien überhaupt noch gibt und welche Rolle dabei etwa Regulierung und staatliche Eingriffe spielen sollten. Hauptsponsor des Kongresses waren in diesem Jahr DWS und Xtrackers. Die weiteren Partner waren: Ampega, Aquis, Bethman Bank, Berenberg, Bitwise, Crypto Finance, BNP Paribas Real Estate, Ethenea, Frankfurter Vermögen, Janus Henderson, MFS, Natixis Investment Managers, Nomura, Schroders, Swiss Life Asset Managers, Wagner & Florack und Wellington Management. ■



*Christiane Löberbauer (l.) und Heidi Abraham von Reimann Investors sind Stammgäste auf dem Kongress*

**AUF EIN WIEDERSEHEN  
IN HAMBURG**  
**36. private banking kongress**  
**am 17. + 18. September 2025**

Anmeldungen unter:  
[www.private-banking-kongress.de](http://www.private-banking-kongress.de)

## IMPRESSUM

**Verlag:** Edelstoff Media GmbH,  
Moorfuhrtweg 11, 22301 Hamburg

Telefon: +49 (40) 40 19 99-50

Telefax: +49 (40) 40 19 99-79

info@private-banking-magazin.de  
www.private-banking-magazin.de

**Herausgeber:**

Peter Ehlers, Malte Dreher

**Geschäftsführung:**

Peter Ehlers

**Kaufmännischer Leiter / Prokurist:**

Lars Tubbelsing

**Chefredakteur:**

Malte Dreher (V. i. S. d. P.)

**Leitende Redakteure:** Thorben Lippert, Marc Radke,  
Lennard Klindworth (Institutionelle Kapitalanlagen)

**Chefin vom Dienst:** Imke Lessentin, Nadine Rehmann

**Redaktion:** Katharina Erhard, Benita Rathjen, Clemens Behr

**Autoren:** Felix Link, Andreas Pilz, Vanessa Schäfers, Sebastian Steuer, Jonas Köberle, Aristid Neuburger, Marcus Burkert

**Grafik:** Matthias Adams, Jens Baumanns, Imke Lessentin, Nadine Rehmann, Josephina Rollinger

**Schlussredaktion:** Arnd Schuppius

**Vermarktung:**

Malte Dreher, Telefon: +49 (40) 40 19 99-64  
malte.dreher@private-banking-magazin.de

Vanessa Blome, Telefon: +49 (40) 40 19 99-492  
vanessa.blome@private-banking-magazin.de

**Assistenz der Vermarktung:**

Stephan Wormuth, Telefon: +49 (40) 40 19 99-753  
stephan.wormuth@edelstoff-media.de

**Nachdruckrechte/Sonderdrucke:**

Jevgenia Strojaiakowski, Telefon: +49 (40) 40 19 99-40  
jevgenia.strojaiakowski@edelstoff-media.de

**Aboverwaltung private banking magazin (Leserservice):**

Schloßstraße 5, 37412 Herzberg am Harz  
Telefon: +49 (52 21) 85 53 60  
privatebanking@vds-herzberg.de

**Druck:** Dierichs Druck + Media GmbH & Co KG, Kassel

**Haftung:** Den Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Die Garantie für die Richtigkeit kann die Redaktion nicht übernehmen. Dieses Magazin dient der Information und ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten.

© 2025 für alle Beiträge und Statistiken bei der Edelstoff Media GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste und Internet sowie Vervielfältigungen auf Datenträger wie CD, DVD etc. nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung des Herausgebers.

# private banking kongress<sup>2025</sup>

36. PRIVATE BANKING KONGRESS

17. + 18. September 2025

HAMBURG

37. PRIVATE BANKING KONGRESS

12. November 2025

BERLIN



DAS SPITZENTREFFEN DER WEALTH MANAGER

Ihre Ansprechpartnerin bei Fragen:

Viktoria Delius-Trillsch, Veranstalterin

Telefon: +49 (0) 40 401 999 – 14

Mail: anmeldung@private-banking-kongress.de



ANMELDUNG & PROGRAMM

MEDIENPARTNER:



DAS INVESTMENT

Veranstalter: rehblau events GmbH  
Goldbekhöfe · Moorfuhrweg 11, 22301 Hamburg  
Telefon: +49 (0)40 401 999 - 14 · kontakt@rehblau-events.de  
[www.rehblau-events.de](http://www.rehblau-events.de)



Follow us on



# Ausgezeichnet anlegen mit Dr. Jan Ehrhardt

und dem ausgewogenen Mischfonds  
**DJE-Zins & Dividende**