





# Institutionelle Kapitalanlage neu justieren

Über die Zukunft der institutionellen Kapitalanlage zwischen trumpscher Disruption und künstlicher Intelligenz sprachen **Dr. Wolfram Gerdes**, Vorstand Kapitalanlagen und Finanzen bei der Kirchlichen Zusatzversorgungskasse Rheinland-Westfalen, **Sven Schuster**, Leiter Kapitalanlagen der PBeaKK, **Professor Peter Oertmann**, Honorarprofessor für Asset Management an der Technischen Universität München, **Jeffrey Dissmann**, Leiter Investments bei Mercer, **Thorsten Lang**, Head of Asset Management Credit der Helaba Invest, und **Kay Tönnes**, Geschäftsführer von Antecedo Asset Management. Es moderierten **Dr. Guido Birkner** und **Arrian Correns**.

SPONSOREN



**Helaba Invest**





„Mich interessieren an einem Manager drei Ps – Performance, Process, People.“

**G**uten Tag in die Runde. Das Asset-Liability-Management ist für Investoren oft der Ausgangspunkt für ihre Investment-Strategie. Wie gehen Sie dabei vor?

**Sven Schuster:** Wir sind als Postbeamtenkrankenkasse ein Konstrukt, das so in Deutschland wohl einzigartig ist. Dabei hat es für uns Vor- und Nachteile, dass unser Bestand geschlossen ist. Von Vorteil ist, dass die Passivseite sich gut projizieren lässt. Wir sind dadurch im ALM klar positioniert: Die Passivseite treibt die Aktivseite. Inzwischen nehmen wir passivseitig verstärkt eine Cashflow-Perspektive ein, bei der uns interessiert, wann die Zahlungsströme bedient werden, wie hoch sie sind und wie wir uns positionieren müssen, damit wir jederzeit unsere Verpflichtungen vollumfänglich bedienen können. In der Folge ergibt sich die Aktivseite aus der Passivseite. Im Wesentlichen beschäftigt uns hier, wie lange uns unsere Mittel noch zur Verfügung stehen und ob wir hier eine längere Duration in Kauf nehmen oder andere, durationsfreie Asset-Klassen integrieren können. Der Schwerpunkt liegt hier auf Aktien, die für uns ein Hauptrenditetreiber sind. Die ALM-Studie muss uns sagen, was wir aktivseitig tun können, um guten Gewissens ständig unseren Verpflichtungen nachkommen zu können.

**Wolfram Gerdes:** Das ist auf unserer Seite sehr ähnlich. Ganz grundsätzlich stellen sich die Fragen: Was nehme ich an Beiträgen ein und was muss ich an Leistungen auszahlen? Unser Versicherungskollektiv ist ungefähr 20 Jahre jünger als das der deutschen Versicherungswelt. Bei uns kommen immer noch mehr Beiträge rein als Leistungen, die auszuzahlen sind. Vor diesem Hintergrund stellen wir uns nicht die Frage, inwieweit wir in Risiko-Assets hineingehen dürfen, sondern wie viel wir mindestens an Renten benötigen, um unsere Cashflows zu bedienen. Wir kamen zum Ergebnis, dass 25 bis 30 Prozent an Renten reichen und der Rest zur freien Verfügung steht – bei gleichzeitig großer Risikotragfähigkeit, bezogen auf Volatilitäts- und Illiquiditätsrisiken.

**Jeffrey Dissmann:** Ich finde diese Ansätze sehr gut. Eine ALM-Studie dient zunächst der Transparenz. Sie beantwortet Fragen wie „Was sind die großen Stellschrauben?“ und „Wie verändert sich das Gesamtbild, wenn ich an diesen drehe?“. Natürlich sind Monte-Carlo-Simulationen unser mathematisches Fundament in der ALM-Studie, aber man sollte sich in den mathematischen Berechnungen nicht verlieren. Viel wichtiger ist die eigene Zielsetzung. Brauche ich einen realen Kapitalerhalt oder reicht mir




---

## **WOLFRAM GERDES** VORSTAND, KIRCHLICHE ZUSATZ- VERSORUNGSKASSE RHEINLAND- WESTFALEN

Für die Managerselektion ist für Wolfram Gerdes neben dem Track Record und einem überzeugenden Investmentansatz entscheidend, dass alle Beteiligten den Prozess leben. Seine Erfahrung hat ihm jedoch gelehrt, alarmiert zu sein, wenn ein Key-Portfoliomanager das Team verlässt.

nominaler Kapitalerhalt? Ein Verständnis dafür zu entwickeln, was meine Versicherten erwarten, ist enorm wichtig. Die Diskussionen über die qualitativen Ziele und die Umsetzung dieser in quantitative Ziele sind für mich der wertvollste Aspekt einer ALM-Studie.

**Kay Tönnies:** Vieles läuft heutzutage zu sehr in Richtung Cashflow Matching – auch, weil das Thema Inflation nach Jahrzehnten wieder alle beschäftigt. Ich bin jedoch der Meinung, dass mit Blick auf die technologischen Möglichkeiten der nächsten Jahre das Langlebigkeitsrisiko von vielen unterschätzt wird. Es ist egal, ob ich 10.000 oder 100.000 Monte-Carlo-Simulationen durchführe. Letzten Endes braucht es eine Kapitalanlage, die nicht mehr rein auf Zinsen setzt.

**Herr Oertmann, was beschäftigt Sie in der Wissenschaft am Asset-Liability-Management?**

**Peter Oertmann:** Ich stelle mir die Frage, wie schnell die Entwicklungen in der Welt, die wir gerade beobachten, auch zu neuen Überlegungen bei den Kapitalsammelstellen führen werden. US-Treasuries, die viele Jahrzehnte als Safe Haven eingesetzt wurden, ändern derzeit ihren Charakter,

ebenso die US-Aktien als sehr große Anlageklasse. Das Agieren der aktuellen US-Administration wird in den Portfolios tiefe Spuren hinterlassen. Wie wird eine typische globale Asset Allocation in zwei, drei Jahren aussehen?

**Wolfram Gerdes:** Als jemand, der heute einem 30-jährigen Berufseinsteiger eine lebenslange Rente garantiert, muss ich mich damit beschäftigen, wie sich die Investment-Landschaft in den nächsten 50 bis 70 Jahren entwickelt – und nicht in der nächsten Legislaturperiode. Natürlich ist unsere Prognosekraft begrenzt. Zum Vergleich: Ein Kollege aus dem Jahr 1960 hätte beantworten müssen, wie er sich hinsichtlich des Internets und KI positioniert. Auf dem Niveau von ALM und SAA sind die wichtigen Parameter bezüglich der Risikoprämien der einzelnen Asset-Klassen entscheidend. Welche Informationen stehen mir zur Verfügung, um diese Prämissen zu hinterfragen? Eine meiner Prämissen ist, dass in den nächsten 40 Jahren die reale Rendite von Zinsanlagen die der letzten 50 Jahre nicht annähernd erreichen wird. Das wäre ein Faktor, der in die Planung einfließt. Aber wie sich die Risikoprämie von Aktien unter der Zollpolitik von Donald Trump entwickelt, ist nicht Teil der strategischen Planung, sondern der taktischen.



„Verschwindet  
das Risiko, ver-  
schwindet ir-  
gendwann auch  
die Prämie.“

**Peter Oertmann:** Da bin ich mir nicht so sicher. Wie gesagt, der größte Anlageraum, den wir auf der Welt haben, der US-amerikanische Aktien- und Anleihenmarkt, verändert gerade seine Eigenschaften. Wir erleben derzeit eine Erosion des Vertrauens in das Land. Und die Frage ist, inwiefern diese Entwicklung lediglich temporär ist oder ob wir damit langfristig planen müssen. Für mich ist das schon jetzt eine strategische Überlegung, weil der US-Anteil in den Portfolios und der US-Dollar als Reservewährung so bedeutend sind.

**Wolfram Gerdes:** Solange ich denken kann, beschäftigen wir uns damit, wann die Dominanz der USA endet. Momentan gibt es absolut berechtigte Gründe, diese Frage zu stellen. Die Empirie zeigt jedoch, dass der US-Wirtschaftsstandort sich immer schneller auf veränderte Rahmenbedingungen anpassen kann als andere.

**Kay Tönnes:** Keiner von uns ist alt genug, um die Erfahrung zu haben, was für Risiken die aktuelle Epochenwende beinhaltet. Unsere gesamte Welt wird sich verändern. Nach dem Zweiten Weltkrieg war das Ziel immer die internationale Zusammenarbeit, um den gemeinsamen Wohlstand zu fördern. Nur hat die Globalisierung auch viele

Verlierer produziert, was den weltweiten Nationalismus verstärkt hat. Dieser spitzt sich nun im amerikanisch-chinesischen Tech War zu. Wer bei diesen neuen Technologien dominiert, wird zur führenden Nation der Weltgemeinschaft und seine Währung zur Leitwährung. Sollte China das schaffen, ist die Verschuldung der USA mit 38 Billionen US-Dollar so nicht mehr finanzierbar. Wenn China es jedoch nicht schafft, diesen Tech-Krieg zu gewinnen, stellt sich die Frage nach dem Wert der chinesischen Währung, denn China hat mehr Liquidität geschaffen als die USA und Europa zusammen. Der Verlierer dieses Tech-Kriegs wird vermutlich übelste finanzielle, ökonomische und gesellschaftliche Bleibeschäden davontragen. Wir sprechen hier über eine mögliche Jahrhundertkrise, von der sich die Aktienmärkte auch nach 20 Jahren nicht erholen könnten.

**Peter Oertmann:** Ich stimme Herrn Gerdes grundsätzlich zu, dass die USA eigentlich nicht kleinzukriegen sind. Deren Wirtschaft reagierte immer unglaublich flexibel auf neue Herausforderungen. Aber wir sehen jetzt, wie die essentielle Grundlage für die Kapitalanlage, nämlich die freiheitlich-demokratische regelbasierte Ordnung, unter Beschuss gerät. Autokratische Systeme vernetzen und unterstützen sich gegenseitig

– auch wirtschaftlich. Das sind Entwicklungen, die wir im Rahmen der langfristig orientierten Kapitalanlage berücksichtigen sollten. Ich gehe zwar nicht davon aus, dass sich die Risikoprämien auf Aktien, die langfristig bei 3,5 bis 4 Prozent liegen, verändern. Aber die Grundlagen für die Kapitalanlage sind nicht mehr dieselben.

**Jeffrey Dissmann:** Die Frage bleibt, was ein Investor, realistisch gesehen, mitdenken und mitgestalten kann. Das Grundprinzip der Diversifikation bleibt elementar. Der Begriff fällt immer sehr schnell, aber die Bedeutung zeigt sich auch jetzt wieder. In den letzten fünf Jahren ist beispielsweise der Anteil der US-Aktien am MSCI World massiv gewachsen. In der Portfoliokonstruktion sollten Mechanismen geschaffen werden, um Konzentrationsrisiken zu vermeiden, denn Diversifikation führt langfristig zu mehr Erfolg. Ich plädiere deshalb für eine Arbeitsteilung in der Investment-Kette. Ein Investor kann beispielsweise der Impulsgeber sein und dem Asset Manager die Erlaubnis erteilen, vom MSCI World abzuweichen. Hier kann ein diversifizierter Ansatz bezüglich Regionen oder Risikoprämien helfen. Diese Mechanismen werden oben in der Governance-Kette des Investment-Prozesses verankert und anschließend nach unten delegiert.

**Wie gestaltet sich Ihre Managerselektion, Herr Schuster?**

**Sven Schuster:** Wir interpretieren unsere ALM-Analyse, indem wir daraus die Implikationen für unsere Verpflichtungsseite herleiten. Dabei geht es nicht darum, jede Zahl bis auf die zweite Nachkommastelle auszurechnen, sondern sich ein allgemeines Lagebild zu verschaffen. Dadurch können wir einschätzen, wie viel Liquidität wir zur Deckung unserer Verpflichtungen brauchen und wo wir wiederum gefordert sind, aktiv Risiko zu nehmen. Darauf aufbauend, überlegen wir uns eine grobe SAA für die einzelnen Asset-Klassen und ihre möglichen Anwendungszwecke. Diese gilt es dann, durch Rechnungen zu flankieren. Erst dann gehen wir in den Selektionsprozess für unsere Asset Manager. Wem traue ich die Bewirtschaftung der Asset-Klasse nach unseren Vorstellungen zu? Es wäre vermessen, zu glauben, dass wir als PBeaKK für alle weltweiten Märkte gesamtwirtschaftliche und regulatorische Themen abdecken können. Wir haben nur eine realistische Chance, bei diesen tiefgehenden Themen zu einer vernünftigen Aufstellung zu kommen, wenn wir das Ganze konsequent top-down angehen.

**Thorsten Lang:** Das setzt voraus, dass für einen Teil der eigenen Investments aktive Manager ausgewählt werden, damit diese taktischen Aspekte Einzug ins Portfolio erhalten. So etwas geht mit einem passiven Investment auf Managerseite nicht. Seitens des Anlegers müsste Taktik




---

## **SVEN SCHUSTER** LEITER KAPITALANLAGEN, POSTBEAMTENKRANKENKASSE

Sven Schuster ist der festen Überzeugung, dass es abseits der Diversifikation keinen positiven Effekt am Kapitalmarkt zum Gratispreis gibt. Unter dem Begriff des Risiko-Overlays versteht er deswegen auch vielmehr ein Wert-sicherungskonzept, das stets eine Versicherungsprämie beinhaltet.

---

**JEFFREY DISSMANN**  
**LEITER INVESTMENTS,**  
**MERCER**

Jeffrey Dissmann setzt sich für eine klare Arbeitsteilung in der Investment-Kette ein. Wenn Investoren Asset Managern in einem bestimmten Rahmen Freiräume zugestehen, könnten aktive, diversifizierte und risikoangepasste Portfolios erfolgreich umgesetzt werden.



durch Veränderungen der Allokationen ins Spiel gebracht werden.

**Sven Schuster:** Bevor wir vor 20 Jahren die Master-KVG aufgesetzt haben, fand das gesamte Portfoliomanagement noch bei uns statt. Wir haben mit der Zeit gelernt, dass aktives Management immer ein Risikofaktor ist. Das betrifft uns als atypische Versorgungseinrichtung, der eine harte Wertuntergrenze zugrunde liegt, im besonderen Maß. Auch wenn das ein Portfoliomanager wahrscheinlich nicht gerne hört: Stand jetzt bietet aktives Management in der Praxis keinen großen Mehrwert für uns. Letztlich ergeben sich für uns per Saldo mit aktivem Management mehr Schwierigkeiten als Chancen. Auch hinsichtlich des Risikomanagements stellen sich kritische Fragen. Deshalb haben wir uns im vergangenen Jahr entschieden, unsere hochliquiden Aktien passiv umzustellen. Andererseits denke ich nicht, dass alles passiviert gehört. Nicht nur wegen der Indizes-eigenen Probleme, sondern auch, weil ich gerade bei Anleihen gerne jemanden an meiner Seite wüsste, der negative Entwicklungen bei einzelnen Emittenten sehr frühzeitig erkennt und zusätzlich Chancen am Primärmarkt nutzt. Letzten Endes muss die Kapitalanlage ein stimmiges und kohärentes Gesamtbild abgeben.

**Wolfram Gerdes:** Bei dieser Aktiv-Passiv-Abwägung komme ich zu einem anderen Ergebnis. Ich stehe für eine Institution, die sich noch für aktive Manager starkmacht – jedoch nicht bei Renten, sondern bei Aktien. Im Rentenbereich ergibt sich Alpha höchstens durch Enhanced Indexing, bei Aktien muss ich es erst finden. Viel entscheidender als die Managerselektion ist jedoch die Asset Allocation. Um das an einem Beispiel darzustellen: Bei Aktien-Investments rechne ich mit einer Risikoprämie von 3 bis 4 Prozent über Fixed Income. Ein Asset Manager würde nun behaupten, zusätzlich 1 bis 2 Prozent Outperformance erzielen zu können, aber die Realität sieht anders aus. Ich bin stolz darauf, dass es uns nachhaltig gelungen ist, 20 bis 30 Basispunkte Alpha zu erhalten. Das war harte Arbeit, aber es lohnt sich bei einem Masterfondsvolumen von 10 Milliarden Euro. Dagegen liefern zum Beispiel Aktien über den langen Zeithorizont 400 Basispunkte Outperformance gegenüber Fixed Income. Der Hebel ist damit in der Asset Allocation rund 20-mal größer als in der Managerselektion.

**Thorsten Lang:** Als aktiver Fixed-Income-Manager muss ich ein Stück weit widersprechen. Im Segment Investment-Grade-Unternehmensanleihen ist ein Enhanced



Indexing kein schlechter Ansatz, um ein kleines, kostendeckendes Alpha zu verdienen. Im High-Yield- und Emerging-Markets-Bereich lassen sich dagegen sehr viel höhere Liquiditäts- und Kreditprämien verdienen und durch eine kluge Selektion lässt sich ein höheres Alpha realisieren.

**Jeffrey Dissmann:** Ich sehe keinen klaren Gewinner zwischen Aktien und Renten. Es gibt jeweils Nischen und Sub-Asset-Klassen, von denen manche besser funktionieren als andere. Grundsätzlich ist das Governance-Budget von Investoren entscheidend. Die Zeit, die Investoren in ihren Gremien für ihre aktiven Investment-Entscheidungen aufwenden können, ist begrenzt. Zusätzlich zur Performance gibt es möglicherweise Zielsetzungen bezüglich des Risikomanagements oder der ESG-Standards. Der Investor muss also entscheiden, für welche Themen er bereit ist, Zeit zu investieren.

#### Was sind Ihre Hauptkriterien für die Managerselektion?

**Sven Schuster:** Entscheidend ist ein Verständnis für das besondere Konstrukt, in dem wir uns bewegen. Ich verlange kein Verständnis bis ins letzte Detail, aber die grundlegenden Ansätze hinter unserer As-

set Allocation müssen klar sein. Natürlich sind auch die Kostenstruktur und der Track Record des Managers wichtig. Die Vergabe von aktiven Mandaten scheitert jedoch häufig am Kriterium Transparenz. In der Diskussion mit Portfoliomanagern tun sich häufig zentrale Lücken bei der Erklärung des Investment-Konzepts auf. Ich verstehe, wenn Manager nicht ihre proprietären Erkenntnisse aus der Hand geben wollen. Gleichzeitig muss ich als Investor verstehen, in welches Konzept ich meine Mittel investiere. Ich muss verstehen, in welchen Marktphasen ich Geld verdiene und in welchen nicht. Ich muss zu jedem Zeitpunkt bereit sein, die Fragen meines Gremiums zum Mandat beantworten zu können. Ich will auch wissen, wofür der Portfoliomanager und seine Institution stehen und warum. Einen „Jack of all trades, master of none“ finde ich nicht überzeugend.

**Wolfram Gerdes:** Mich interessiert an einem Manager PPP – Performance, Process, People. Zwar gilt: „Past outperformance is no guarantee for future outperformance.“ Die Realität ist trotzdem, dass wir uns nur mit Managern beschäftigen, die in der Vergangenheit Erfolge vorzuweisen hatten. Das bringt mich zum Prozess. Heutzutage hat jeder einen Prozess, der auf eine Power-Point-Präsentation passt. Mich interessiert

„Die Zeit, die Investoren in ihren Gremien für ihre aktiven Investment-Entscheidungen aufwenden können, ist begrenzt.“



„Insbesondere im Fixed-Income-Segment muss eine Performance-Attribution wirklich durchdacht sein.“

hingegen, ob das Unternehmen diesen Prozess auch lebt. Das erfahre ich nur, wenn ich die Menschen hinter dem Prozess treffe. Wenn ein Asset Manager in Kalifornien sitzt, dann fliege ich eben nach Kalifornien. Dort spüre ich in einem Raum, ob alle im Team den Prozess auch leben. So kommt das dritte P, People, ins Spiel. Jedes Asset-Management-Unternehmen behauptet, der Prozess stehe über den Leuten. Die Realität sieht anders aus. Ein Mandat verträgt vielleicht den Abgang von einer oder zwei Personen im Team, aber wenn der Key-Portfoliomanager geht, gehen bei mir die Warnsignale an. Deshalb sind die Menschen hinter dem Konzept so wichtig. Ich werde jedoch nie ausschließen können, dass ich Fehler bei der Managerselktion mache.

**Kay Tönnies:** Ich bin in erster Linie Risikomanager und bin der Meinung, dass die Hälfte der Asset Manager in den nächsten Jahren verschwinden wird. Ich habe in meiner Zeit als aktiver Asset Manager ungefähr 20.000 Datensätze auf der Suche nach belastbaren Zusammenhängen analysiert. Das schafft eine künstliche Intelligenz bald über Nacht und erkennt dabei noch Muster, auf die ein Mensch nie kommen würde.

Jede bisherige technologische Entwicklung hatte den Sinn, die Arbeit des Menschen zu unterstützen, doch zukünftig wird der Mensch die KI unterstützen. Dadurch wird die Suche nach Alpha immer schwieriger und das Risikomanagement immer bedeutender. Der Punkt, der in Zukunft an Relevanz gewinnt, ist richtiges aktives Asset Management. Also ein Engagement, wie es beispielsweise Warren Buffett betreibt, der unternehmerisch tätig wird und über seine Stimmrechte ein Unternehmen auch in die gewünschte Richtung schubsen kann. Aktives Management, wo es nur darum geht, durch Kauf und Verkauf ein klein wenig Alpha zu erwirtschaften, wird verschwinden. Davon bin ich überzeugt.

**Peter Oertmann:** Meines Erachtens ist KI eine transformative Technologie und keine disruptive. Aber ja, Research-Prozesse werden sich sehr stark verändern. KI ist in der Lage, die stets hochdimensionale Entscheidungssituation des Kapitalanlegers recht umfassend abzubilden. Traditionelle quantitative Ansätze haben hier bekannte Grenzen hinsichtlich der Anzahl der einbezogenen Variablen bzw. Prädiktoren. KI-Architekturen werden in Zukunft wesentliche Anteile der Analyse von Anlagepotentialen übernehmen – und das 24/7 und mit hoher Verlässlichkeit und Transparenz. Es wird weniger reine Datenarbeit geben, als es heute der Fall ist. Aber der Mensch wird nicht aus dem Asset Management verschwinden. Da möchte ich Ihre Aussagen etwas relativieren, Herr Tönnies. Asset Management bleibt ein People Business. Die Vertrauensbeziehungen zwischen Kapitalanleger und Manager werden nach wie vor über die Personen verankert sein. Die Maschine steht unterdessen im Hintergrund und erledigt viel Arbeit, die früher große Teams auf Trading Floors machen mussten.

#### Warum ist KI an den Finanzmärkten noch nicht stärker im Einsatz?

**Peter Oertmann:** Die Erforschung von KI für Anwendungen auf Kapitalmärkten findet vor allem im Aktienbereich statt, weil dort traditionell die umfassendsten Daten-



---

## **THORSTEN LANG** **HEAD OF ASSET MANAGE- MENT CREDIT,** **HELABA INVEST**

Thorsten Lang kritisiert, dass oft die gleiche Performance-Attribution für verschiedene Mandate ausgerollt wird. Managersentscheidungen werden so nicht seriös reflektiert.

banken zur Verfügung stehen. Doch die Daten, die wir für das Training von KI-Modellen zur Verfügung haben, sind zum einen begrenzter als in anderen Anwendungsdomänen und zum anderen verrauscht. Die KI muss deshalb mit fundierter fachlicher Guidance entwickelt werden. Also alles, was wir über die fundamentale Bewertung von Kapitalanlagen, Verhaltensmuster der Marktakteure und makroökonomische Treiber der Kapitalmärkte et cetera wissen, sollte in die Gestaltung der KI miteinbezogen werden. Generative KI kann erst mal nicht viel beitragen. Zur Anwendung kommen moderne Methoden des maschinellen Lernens, welche man prinzipiell als Weiterentwicklungen der Ökonometrie verstehen kann. Ein weiterer Punkt ist, dass ML-Verfahren mit den Zeitreihen, auf denen alle Entscheidungsmodelle am Kapitalmarkt basieren, nicht ohne weiteres umgehen können. Das erfordert entsprechende Weiterentwicklungen in spezifischen R&D-Prozessen. Es wird aber keine fünf Jahre mehr dauern, bis KI eine Schlüsseltechnologie im Asset Management sein wird. Die KI-gestützte Produktion eines reinen Selektions-Alpha in großen Aktienuniversen scheint sehr vielversprechend.

**Wolfram Gerdes:** Ich würde einen großen Betrag dagegen wetten, denn die KI ist ein sich selbst zerstörendes System. Sie wird das Arbeitstool schlechthin werden, aber sie macht den Kapitalmarkt nicht ertragreicher. Der Index bildet alle Entscheidungen auf der Welt ab. Alle unsere Erträge sind Dividenden, Zinskupons und Mieten.

Erstere speisen sich ebenso wie Wertsteigerungen aus den Gewinnen von Unternehmen. Die KI kann helfen, auf Ideen zu stoßen, aber die anderen Marktteilnehmer benutzen auch KI. Diese Effekte werden vom Markt im Index wegarbitriert. Alpha ist per Definition die beobachtete Performance gegenüber den arbitragefreien Indizes. So wie Münchhausen sich nicht am eigenen Haar aus dem Moor herausziehen kann, kann eine KI nicht einfach Alpha produzieren. Kaum hat jemand eine gute Idee, wird diese im Index abgebildet und sozialisiert, und das ist gut so.

**Peter Oertmann:** Die KI ist definitiv keine Glaskugel, die verlässlich über Jahrzehnte Alpha produziert, aber sie verbessert den Umgang mit spezifischen Risiken und damit die Selektion von Aktien. Sie ist in der Lage, auf unseren effizient-ineffizienten Märkten systematisch „bits and pieces“ zu finden, die menschliche Entscheidungsträger nicht sehen können. Im aktiven Management ist die Generierung von Selektions-Alpha mit einer wohldefinierten KI durchaus realistisch. Viele der heute angebotenen Alpha-Strategien sind ja eigentlich Beta-Strategien, die mehr mit systematischen Risiken zu tun haben als mit unsystematischen. KI ist hier viel mächtiger in der Analyse und in der Lage, ein echtes Alpha von einem versteckten Beta zu unterscheiden.

**Kay Tönnies:** Die große Chance von KI liegt nicht darin, Alpha zu produzieren, sondern sie liegt im Risikomanagement.

---

## KAY TÖNNES GESCHÄFTSFÜHRER, ANTECEDO ASSET MANAGEMENT

Kay Tönnies sieht den größten Nutzen von KI darin, Marktrisiken besser zu kontrollieren. Sie schafft es, riesige Informationsmengen in kürzester Zeit zu verwerten, so dass Verluste minimiert werden. Die Zukunft des aktiven Managements liegt seiner Einschätzung nach im Engagement und der aktiven Steuerung von Unternehmensentscheidungen.



Wenn ich es schaffe, auf Basis riesiger Informationsmengen schneller bessere Grundlagen für Investment-Entscheidungen zu erlangen, dann kann man das Verlustrisiko von Aktien eingrenzen.

**Wolfram Gerdes:** Die Vorstellung, dank KI die Volatilität aus den Aktienmärkten herauszunehmen, halte ich für utopisch. Wir haben es in den letzten 150 Jahren nicht geschafft, die Volatilität der Aktienmärkte zu reduzieren, obwohl wir alle Tausende von Risikomanagern beschäftigen. Warum? Weil die Volatilität nicht technisch ist, sondern rein psychologisch das Spannungsfeld zwischen Gier und Angst – also unsere Stimmungsschwankungen – widerspiegelt. Bestehende Risiko-Tools wie Derivate können zwar individuelle Risiken in Teilen steuern, haben aber auch zu Flash Crashes geführt und mit Sicherheit aber nicht die Volatilität am Markt überwunden.

**Kay Tönnies:** Da muss ich widersprechen. Wir haben bei Antecedo einige Produkte aufgesetzt, die ganz klar risikokontrolliert in den Aktienmarkt investieren. Bei den Aktienmandaten, die wir verwalten, stammen 70 Prozent der Gelder von Institutionen, die ohne fortschrittliches Risikomanagement niemals in den Aktienmarkt investiert hätten und heute

mit klaren Verlustgrenzen von beispielsweise maximal minus 5 Prozent im Jahr investieren. Da liegt die große Chance, um mehr Geld in die Aktienmärkte zu bekommen. Es gibt Möglichkeiten, Volatilität aus den Aktienmärkten herauszunehmen. Und neben den ETFs und der Digitalisierung war das Wachstum der Derivatemärkte eine der ganz großen Veränderungen der letzten 20 Jahre. Es gibt Gründe, warum die Volatilitäten in den letzten Jahren fast permanent unter dem langfristigen historischen Volatilitätsdurchschnitt lagen.

**Jeffrey Dissmann:** Wir können Portfolios intelligent konstruieren, aber grundsätzlich werden Aktien immer eine Asset-Klasse bleiben, der ein großes Marktwertisiko innewohnt. Zu sagen, Overlay-Strategien und Derivate-Strategien ändern fundamental den Charakter von Aktien, ist allerdings so, als wenn man behauptet, man könne öfter krank werden, weil es ja eine Medizin zur Behandlung gibt. Aktien bleiben eine Asset-Klasse, bei der man langfristig Risiko eingeht, und dessen sollte man sich bewusst sein. Sehr viele Investoren fahren bei ihrer Aktienquote mit angezogener Handbremse. Ohne einen gewissen Risikoanteil ist es schwierig, dauerhafte Renditen zu generieren.



**Sven Schuster:** Verschwindet das Risiko, verschwindet irgendwann auch die Prämie. Das ist unverändert unsere feste Überzeugung. Anstatt vom Risiko-Overlay zu sprechen, benutze ich lieber die Vokabel „Wertsicherungskonzept“, da hierin keine Ertragssteuerungskomponente verbaut ist. Dieser sichernde Effekt beinhaltet immer eine Versicherungsprämie, für die ich aufkommen muss. Abgesehen von Diversifikation am Kapitalmarkt, gibt es keinen positiven Effekt, den ich für nichts bekomme. Nichtsdestotrotz kann es Gründe geben, weswegen ich in einer Asset-Klasse investiert sein will, ohne das volle Risiko nehmen zu wollen. Aber damit geht immer eine Versicherungsprämie einher.

**Herr Lang, wie entwickelt sich Fixed Income bezüglich Investment-Strategien?**

**Thorsten Lang:** Vieles von dem, was wir auf der Anlegerebene über den Investment-Prozess gesagt haben, findet sich bei uns wieder. Wir legen unseren Investment-Prozess klassisch top-down und bottom-up an. Diversifikation ist dabei ein wesentliches Element. Es ist unsere tiefe Überzeugung, dass Fehler immer mal wieder passieren können. Das Schlechteste, was ein Asset Manager im Credit-Bereich haben kann, ist Overcon-

fidence. Denn ich habe dieses asymmetrische Risikoprofil, bei dem wir einen kleinen stetigen Ertrag verdienen, aber im schlimmsten Fall ein Kapitalverlust droht. Ich darf mich in meine Meinung also nicht zu sehr verlieben. Deswegen brauche ich ein sehr ausgewogenes Portfolio, das auf viele verschiedene Treiber setzt. Die Selektionskomponente ist uns dabei besonders wichtig, weil wir dadurch gezwungen sind, viele Entscheidungen zu treffen. Je mehr Entscheidungen ich treffe, desto weniger spielt der Zufall eine Rolle, weil das Skill Level zum Tragen kommt. Daran hat sich in den letzten Jahren nichts geändert und wird sich im Fixed-Income-Bereich auch nichts ändern.

**Nutzen Sie KI im Fixed-Income-Bereich?**

**Thorsten Lang:** Auch beim Fixed Income setzen wir KI ein, beispielsweise für Insolvenzprognosen, die früher noch mit Regressions-, Logit- und Probit-Analysen durchgeführt wurden. Führt das dazu, dass wir unsere Portfolios nur noch von der KI bauen lassen? Nein, weil aufgrund der höheren Transaktionskosten und der deutlich längeren Investment-Perspektiven einzelner Titel die Illiquiditätsthematik im Fixed Income eine größere Rolle spielt. Es ist uns wichtig, das Geschäftsmodell

„Die große  
Chance von KI  
liegt nicht darin,  
Alpha zu produ-  
zieren, sondern  
im Risikoma-  
nagement.“



„Das Agieren

der aktuellen

US-Administra-

tion wird in den

Portfolios tiefe

Spuren hinter-

lassen.“

hinter einem Emittenten zu verstehen, um in Krisensituationen besser reagieren zu können. Wenn ich die Treiber hinter negativen Entwicklungen kenne, kann ich es auch dem Kunden besser erklären. Das ist im institutionellen Geschäft weiterhin ein sehr wichtiger Faktor.

**Wolfram Gerdes:** Als ich vor 30 Jahren in meinem Beruf angefangen habe, habe ich mit einem Investment Grade European Corporates Funds nominal 8 Prozent verdient und mit Aktien 12 Prozent. Inzwischen verdiene ich nur noch 2 bis 3 Prozent mit Bonds und 6 Prozent mit Aktien. Nun ist Fixed-Income-Management genauso anspruchsvoll wie Aktienmanagement, aber als Kunde muss ich den Aufwand in Bezug zum Ertrag rechnen. Asset Management ist weitgehend ein Fixkosten-Business, so dass die Kosten halt nicht ohne weiteres mit den Erträgen sinken können. Ich sitze als Kunde im selben Boot wie mein Asset Manager. Wenn die Metrik unter Druck gerät, dann verschlechtert sich auch meine Chance, zu akzeptablen Kosten Alpha zu verdienen. Ich frage mich also, was mein Asset Manager tun kann, um die klassische Business Metric bei steigender Komplexität aufrechtzuerhalten.

**Thorsten Lang:** Ein Enhanced-Indexing-Ansatz ist eine legitime Möglichkeit, mit diesem Problem umzugehen. Das schaffen wir auch effizient. Dabei setzen wir uns in der Duration und beim Credit Exposure auf der Marktebene nah an die Benchmark und generieren über weitere Selektionsentscheidungen ein kleines Alpha. Aber wir werden ein relativ effizientes Investment-Grade-Universum nie so tief analysieren können und uns angesichts des angesprochenen asymmetrischen Risikoprofils auch nicht so darin positionieren können, dass eine gigantische Outperformance seriös möglich ist. Gleichzeitig müssen wir stets effizient sein, weil die Fees angesichts des Renditeniveaus unter Druck stehen. Durch eine große Anzahl von Selektionsentscheidungen – Stichwort Skill Level – auf Ebene der einzelnen Emittenten und Wertpapiere sowie eine stärkere Nutzung von Risikobudgets kann das Portfolio aber dennoch aktiv gemanagt sein, ohne dass der Tracking Error groß werden muss. Hier sind die Grenzen fließend. Anders ist das bei einem High-Yield-Portfolio oder in einem EM-Portfolio, wo die Renditen höher sind und auch die Fees mehr Luft nach oben haben. Zudem bewegt man sich näher am Default, so dass die Bonitätsanalyse ein deutlich höheres Gewicht erlangt.



## **PETER OERTMANN** **PROFESSOR FÜR ASSET MANAGEMENT,** **TECHNISCHE UNIVERSITÄT MÜNCHEN**

Die Vernetzung autoritärer Kräfte bedroht laut Peter Oertmann die Grundlagen der Weltwirtschaft. Damit einhergehend sieht er das Entstehen neuer Rahmenbedingungen auch für die Kapitalanlage.

**Jeffrey Dissmann:** Der Fixed-Income-Bereich ist unglaublich komplex hinsichtlich der Regionen, Instrumente und Sektoren, die es zu bespielen gibt. Als das Zinsniveau bei 0 Prozent lag, haben manche in Credit-Klassen wie US-Municipals investiert, weil sie damit zumindest 0,5 Prozent Rendite anstatt 0 Prozent generieren können, aber es hat nicht ausgereicht, um 3,5 Prozent Rechnungszins zu verdienen. Jetzt, wo der Zins höher ist und man über das Fixed-Income-Spektrum zwischen 4 und 6 Prozent verdienen kann, ist es wieder sinnvoll, durch die Expertise eines spezialisierten Fixed-Income-Managers Teile des Marktes abzudecken, die so im iBoxx nicht abgebildet werden. Hier stellt sich die Frage, wie hoch der Skill- und Technikanteil ist, um Ineffizienzen im Markt zu entdecken, ohne das Risikobudget zu stark wachsen zu lassen.

**Thorsten Lang:** Hier lohnt es sich zu überlegen, welche Risiken ein Investor nehmen

kann. Ein sehr langfristig orientierter Investor hat keine extremen Liquiditätsanforderungen und kann gezielt in illiquide Teilbereiche des Fixed-Income-Marktes investieren. Das kann innerhalb eines Investment-Grade-Universums bestimmte Anleihen, aber auch Subsegmente einschließen. Diese generieren eine Illiquiditätsprämie, die über das Kreditrisiko hinausgeht. Natürlich können in einer Stressphase massive Volatilitäten auftreten, aber solange ich nicht direkt aus meinem Investment rausmuss, spielt das keine Rolle.

**Sven Schuster:** Für einen Teil unserer Zinstitel verfolgen wir aus dieser Überlegung heraus einen Ansatz, zu dem man früher Buy and Hold gesagt hätte, heute nennt man das wahrscheinlich eher Buy and Maintain. Hier tätigen wir auch weniger liquide Fixed-Income-Investments. Es ist ein Teil der operativen Exzellenz eines Portfoliomanagers, zu wissen, wo sich die nicht ganz so offensichtlichen Chancen im Markt befinden. Hier und bei Non-Investment Grade hat ein aktives Management von Anleihen durchaus seine Berechtigung, obwohl es natürlich stimmt, dass die Schere bei den Renditen eng geworden ist. Aber es gibt noch Möglichkeiten, einen sichtbaren Mehrwert zu erzeugen.

**Wolfram Gerdes:** Wenn ich im Fixed-Income-Segment nach Rendite suche, begeben mich in den High-Yield-Markt und vor allem Richtung Emerging Markets Debt. Hier beschäftigt mich – nicht nur als Repräsentant einer kirchlichen Einrichtung, sondern als Asset Manager unter EU-Regulatorik – das Thema Nachhaltigkeit. Unter Emerging Market Debt laufen Anleihen aus Staaten wie Katar, die in den letzten Jahren ungeheuer kontrovers geworden sind. Dort gibt es mit Hinrichtungen oder der Diskriminierung von Homosexuellen Praktiken, die in der Kommunikation zusehends anstrengend sind. 50 Prozent unserer Nachhaltigkeitsverstöße kommen aus diesen Ländern. Vor zehn oder 15 Jahren stellte sich die Frage nach dem finanziellen Risiko von Investments in solchen Ländern. Das konnten wir mit guter Diversifikation handeln. Heutzutage

# Künstliche Intelligenz #2

Das Forum für Visionäre zu KI-Strategie und Best-Practices

**2.–3.7.2025**

**F.A.Z. Tower, Frankfurt am Main**

Erleben Sie, wie künstliche Intelligenz zum strategischen Hebel für Unternehmen wird. Im Fokus stehen **KI-Agenten als Innovationstreiber**, konkrete Einblicke in erfolgreiche Implementierungen sowie eine fundierte Einschätzung zu Chancen, Risiken und geopolitischen Entwicklungen rund um Regulierung und Wettbewerbsfähigkeit.

Freuen Sie sich u.a. auf folgende Gäste:



**Christoph Bornschein**

President of Digital  
Strategy, Business  
Development &  
Growth, Omnicom



**Svenja Hahn**

Mitglied im Europäischen  
Parlament, FDP



**Hamidreza Hosseini**

Founder & CEO,  
Ecodynamics GmbH



**Linus Neumann**

Head of Security Strategy,  
Security Research Labs



Eine Veranstaltung von



Ein Unternehmen der F.A.Z.-Gruppe

Initiator

**Frankfurter Allgemeine PRO**  
DIGITALWIRTSCHAFT

Anmeldung und  
weitere Informationen  
finden Sie hier:



lautet die Frage, ob wir solche Praktiken indirekt mitfinanzieren wollen. Angesichts der EU-Regulatorik ist heute die Frage zu beantworten, ob wir die Asset-Klasse eigentlich noch im Portfolio haben wollen.

**Jeffrey Dissmann:** Investitionen in Rüstungsunternehmen sind eine aktuell ähnlich gelagerte Debatte im aktiven Management. Einzelne Titel aus der Industrie haben in den letzten zwölf Monaten bereits mehr als 150 Prozent an Wert zugelegt, was natürlich die Frage nach der Wahrscheinlichkeit für weitere signifikante Wertsteigerungen nach sich zieht. Hier gibt es bereits Diskussionen darüber, ob in dem Bereich Richtlinien geändert werden sollten oder eigene Mandate im Verteidigungssektor aufgesetzt werden sollten. Was uns aufgefallen ist: 14 Prozent des MSCI Aerospace and Defense sind mit Standard-BVI-Ausschlusslisten derzeit nicht investierbar. Das schränkt das Portfoliomanagement stark ein. Die Investment-Branche in Europa muss sich also noch eine politische Meinung bilden, wie sie mit dem Verteidigungssektor in ihren Portfolios umgehen möchte.

**Wie diskutieren die Kirchen das Thema Nachhaltigkeit und Investitionen in Verteidigung?**

**Wolfram Gerdes:** Seitens der evangelischen Institutionen gibt es für nachhaltiges Investieren einen Leitfadens. Vieles darin ist meines Erachtens vernünftig und entspricht einem großen gesellschaftlichen Konsens. Anhand dieses Leitfadens kann ich meine Anlagen filtern. Im Tagesgeschäft muss ich mit meinen Gremien nicht alle Einzelheiten besprechen, aber es gibt ein Reporting über die Verstöße, so dass ich diese im Anschluss managen kann. Die Gremien möchten grundsätzlich eine Policy, die sich auch quantitativ messen lässt. Womöglich stehen wir bei Investitionen in Rüstungsunternehmen vor einem Turning Point – Stichwort Zeitenwende. Schlussendlich wird die Rüstungsindustrie vom Index kommen – wahrscheinlich nicht bei den Kirchen, aber in der EU-Regulierung. Eine Zweidrittelmehrheit im Bundestag ist für die Aufrüstung,

gleichzeitig sind Rüstungsunternehmen seitens der EU nicht nachhaltig. Will die Gesellschaft aufrüsten, können wir Firmen, die Rüstungsgüter herstellen, nicht ächten. Wenn wir uns politisch weiterhin für die Ächtung entscheiden, war der Aufrüstungswille augenscheinlich nur dem Momentum geschuldet. Ich rechne in der Debatte mit einer politischen Meinungsänderung.

**Thorsten Lang:** Ein Anleger hat mir einmal gesagt, dass man unter strengen ESG-Gesichtspunkten den Kauf von Bundesanleihen im Portfolio verbieten müsste. Wer ist der größte Kunde von Rheinmetall? Die Bundesregierung. Diese Überlegung wurde nie offiziell weitergesponnen, es wäre aber konsequent. Ich habe den Eindruck, dass sich die Regulierung beim Thema ESG ein bisschen in der eigenen Komplexität verlaufen hat. Nicht alles ist konsistent und vieles schwer zu verstehen. Es sollte bei der Kapitalanlage nicht in erster Linie darum gehen, bestimmte Kästchen im Reporting abzuhaken, sondern vielmehr darum, sinnvolle und nachhaltige Investitionsentscheidungen zu treffen.

**Wie hilft die Performance-Attribution, nachzuweisen, dass eine Performance auf Kompetenzen des Managers oder auf eine Marktentwicklung zurückgeht?**

**Sven Schuster:** Performance-Attribution hat uns in der Vergangenheit geholfen zu erkennen, dass oftmals Beta gemeint ist, wenn über Alpha geredet wird. Provokant formuliert: Gemeint ist mit Alpha meist eine Form von Wie-auch-immer-gearterter-Outperformance gegenüber einer Was-auch-immer-Benchmark. Outperformance ist in Wirklichkeit oft mit einer entsprechenden Risikoerhöhung verbunden. Das führte bei uns zur Frage, was uns diese Art von aktiver Rendite eigentlich bringt, und hat so unsere Entscheidung zugunsten passiver Investments zusätzlich befeuert.

**Thorsten Lang:** Für den Manager ist Performance-Attribution ein sehr mächtiges Tool. Ich nehme aber regelmäßig eine unsachliche Handhabung wahr. Es ist nicht trivial, eine Performance-Attribution



**GUIDO BIRKNER**  
CHEFREDAKTEUR DPN



## MODERATOREN



**ARRIAN CORRENS**  
REDAKTEUR DPN



richtig aufzusetzen. Insbesondere im Fixed-Income-Segment muss die Attribution wirklich durchdacht sein, weil hier – mehr als bei Aktien – gemeinsame Faktoren wie die Durationskurve oder das Spread-Risiko herausgenommen werden müssen. Stattdessen sehe ich oft Standardattributionen, die für alle Mandate gleich ausgerollt werden und nicht den einzelnen Mandatscharakter widerspiegeln. Selten wird eine Attribution so aufgesetzt, dass sie die Entscheidungen des Managers reflektiert, trackt und bewertbar macht.

**Jeffrey Dissmann:** Attributionsanalysen gehören zu einem guten Performance Reporting dazu. Es geht dabei nicht nur um die Zahlen, sondern auch um eine Übereinstimmung der Zahlen mit der Strategie des Asset Managers. Hierfür halte ich eine regelmäßige qualitative Beschreibung der Performance-Attribution für zentral. Das ist für den Asset Manager aufwendig, aber es hilft zu überprüfen, von welchen Bausteinen des Portfoliokonstruktionsprozesses man sich welche Rendite erwartet und wie diese qualitativen Ideen in den vergangenen drei, sechs oder zwölf Monaten performt haben. Durch dieses Vorgehen muss der Asset Manager die Performance und den dahinterstehenden Investmentprozess erklären. Und das erhöht die Transparenz.



**Wolfram Gerdes:** Im institutionellen Geschäft werden klassische Fehler, bei denen einfaches Marktrisiko als Alpha verkauft wird, inzwischen weitgehend erkannt. Schwieriger wird es jedoch bei Stil-Investments. In meiner eigenen Performance-Messung – also nicht nur für meine Manager, sondern auch für mich selbst und mein Team – ist eines klar: Wenn ich einen Value Manager in den USA beauftrage, dann treffe ich bewusst eine aktive Stilentscheidung. Diese Entscheidung bringt ein bestimmtes Risiko mit sich – und dieses Risiko liegt bei mir. Auch die Benchmark trägt ein Risiko. Wenn also etwa der MSCI Value USA besser abschneidet als das Asset-Liability-Modell, dann sage ich „Tolles Mandat – gute Entscheidung“. In der Realität aber underperforms der Manager oft diese Benchmark, und trotzdem bleibt unter dem Strich noch ein positiver Effekt übrig. Dann stellt sich die Frage: Wem gehört diese Performance eigentlich? War es mein Alpha – also meine Entscheidung für einen Stil – oder war es die Leistung des Managers? Wer hat welchen Beitrag geleistet? Manche mögen sagen, all das sei eine akademische Diskussion. Aber ich glaube, wenn man überhaupt den Anspruch hat, Alpha zu steuern, dann braucht man auch eine klare Regel- und Strukturlogik – besonders bei Stil-Investments. In den USA



ist der Umgang mit Stil eine Heuristik. In Europa hingegen bevorzugen wir klare Benchmarks. Wir mögen unsere Benchmarks und arbeiten bewusst mit ihnen, um Performance transparent und systematisch zu messen.

### **Was empfehlen Sie Investoren, um Investment-Strategien an die Zeitenwende und Disruptionen anzupassen?**

**Kay Tönnes:** Eine Empfehlung ist, sich jetzt ganz intensiv mit den Fragen von Risiko und stark schwankenden Märkten zu beschäftigen. Das beginnt mit dem Liberation Day, an dem Trump erklärt hat, wie ungerecht sich die restliche Welt gegenüber den USA verhält. Im Laufe des Jahres wird sich die Unsicherheit weiter verstärken, wenn der Kampf um die Nachfolge von Fed-Chef Jerome Powell beginnt, und Trump wird vermutlich auch die Nato-Mitgliedschaft der USA in die Verhandlungsmasse seiner Zollpolitik einbringen. Im Augenblick ist noch Zeit, sich auf die Risiken einzustellen. Grundsätzlich befinden wir uns in einem technologischen Megatrend, der stärker ist als vieles, was wir in der Vergangenheit gesehen haben. Deshalb glaube ich weiter an die Risikoprämien der Aktienanlage, weil da gerade im Hintergrund eine unglaubliche techno-

logische Entwicklung stattfindet. Gleichzeitig gibt es damit verknüpfte Risiken, die noch völlig unabschätzbar sind.

**Peter Oertmann:** Das Konzept der Diversifikation wird nach wie vor sehr wichtig sein. Ein großer Teil des globalen Kapitalmarktes wird in ein neues Regime eintreten mit erheblichen Auswirkungen auf alle Anlagemöglichkeiten. In der Folge wird sehr viel Arbeit auf der Ebene der Asset-Allocation zu verrichten sein, um dem Auftrag gerecht zu werden, den institutionelle Anleger gegenüber ihren letztendlichen Kapitaleignern zu erfüllen haben. Ich glaube nicht, dass die autokratischen Entwicklungen in den USA schnell umgekehrt werden können. Damit stellen sich absehbar auch neue Fragen nach dem Purpose einer Kapitalanlage. Sind die USA noch investierbar oder nicht? Welche Rollen werden US-Bonds und der US-Dollar zukünftig spielen? Wo befinden sich zukünftig die sicheren Häfen? Wir stehen vor einer erheblichen Erschütterung der globalen Kapitalmärkte mit neuen Herausforderungen für eine umsichtige Kapitalallokation.

**Jeffrey Dismann:** Das ALM und die SAA bleiben der Anker der Kapitalanlage. Im nächsten Schritt kommen die Implemen-

tierung und die Partner, mit denen die Strategie umgesetzt wird. Wir befinden uns jetzt in einer Zeit, in der die Benchmarks durchleuchtet werden müssen. Wir sollten uns der Konzentrationsrisiken bewusst werden und analysieren, wo wir wem welche Flexibilität geben. Wir können uns nicht mehr auf den MSCI World verlassen, sondern müssen eine Ebene tiefer gehen. Hier kann aktives Management einen signifikanten Beitrag leisten, wenn der Auswahlprozess auf Basis quantitativer und fundierter qualitativer Entscheidungskriterien transparent und im Sinne der Gesamtstrategie erfolgt.

**Sven Schuster:** Wir müssen uns darauf einstellen, dass sehr unruhige Marktphasen vor uns liegen. Die Zeiten, in denen sich die Märkte scheinbar wie auf Schienen nach oben bewegten, haben uns in den letzten ein bis zwei Jahren verwöhnt, doch diese Phase dürfte vorerst vorbei sein. Aus der Perspektive eines langfristig orientierten Investors ist es jedoch wichtig zu betonen: Marktverwerfungen hat es schon immer gegeben. Wenn man sich ansieht, was in den Zeitreihen seit den 1870er Jahren bereits alles verarbeitet wurde, dann relativiert sich manches, was heute als Krise empfunden wird. Wir reden hier von Daten, die Ereignisse wie zwei Weltkriege, wirtschaftliche Depressionen, Inflationsschocks und andere geopolitische Verwerfungen abbilden. All das wurde von den Märkten früher oder später verarbeitet. Gerade in solchen Phasen ist es entscheidend, sich nicht zu sehr von der Nervosität und der Unsicherheit anstecken zu lassen. Stattdessen sollte man sich fragen: Welche Grundprinzipien meines Investierens gelten heute noch? Ich bin überzeugt: Wenn man an bewährten Konzepten wie dem Denken in Risikoprämien oder der Bedeutung von Diversifikation festhält, wird man auch durch künftige Marktphasen erfolgreich navigieren – selbst dann, wenn die Renditen kurzfristig hinter den außergewöhnlich starken Jahren zurückbleiben, die wir zuletzt erlebt haben.

**Thorsten Lang:** Wenn man einen Anlageprozess hat, von dem man überzeugt ist,

dann muss dieser einerseits robust genug sein, um in verschiedenen Marktphasen zu funktionieren, andererseits aber auch flexibel genug, um auf Veränderungen reagieren zu können. Ein guter Prozess berücksichtigt Wandel, ohne dabei seine Grundprinzipien zu verlieren. Denn die Wahrheit ist: Wir wissen nicht, was kommt. Vielleicht stellt Präsident Trump die Welt langfristig auf den Kopf, vielleicht auch nicht. Aber diese Unsicherheit darf kein Grund dafür sein, das eigene System über Bord zu werfen. Ich würde in jedem Fall an meinem Prozess festhalten, ihn auf die aktuellen Rahmenbedingungen anwenden und dann Schritt für Schritt weiterarbeiten. Es geht nicht darum, jeden kurzfristigen Impuls umzusetzen, sondern einen klaren, übergeordneten Rahmen zu bewahren. In diesem Sinne halte ich es für eine mutige – vielleicht zu mutige – Entscheidung, die eigene Anlagestrategie oder gar die Organisation grundlegend umzustellen, nur weil sich gerade die US-Administration verändert hat. Das wäre aus meiner Sicht nicht gerechtfertigt.

**Wolfram Gerdes:** Ich halte es für unwahrscheinlich, dass in den nächsten 50 Jahren mit Renten real positive Renditen zu erzielen sind. Aktuell bewegen wir uns bereits in einem Umfeld negativer Realrenditen. Wenn ein Marktsegment, das zwei Drittel des Kapitalmarktes ausmacht, historisch positive reale Erträge generiert hat, künftig strukturell negativ rentiert und wenn meine Einschätzung sich bestätigt, dann ist die Welt derzeit in puncto Kapitalallokation falsch aufgestellt. Auch wir als institutionelle Investoren sind Teil dieses Systems und tragen diese Fehlstrukturierung mit. Es genügt nicht mehr, Renten als sicheren Kernbaustein zu betrachten und diesen lediglich um einzelne Bausteine zu ergänzen. Dieses Modell ist nicht mehr tragfähig. Institutionelle Anlage muss sich neu justieren: weg von starren Bausteinkonzepten, hin zu einem investitionsgetriebenen Verständnis von Kapitalallokation. In einer Welt mit dauerhaft veränderten Renditeprofilen wird nur bestehen, wer seine Allokationslogik fundamental überprüft. ●

# Summary



## KEY FACTS

- Angesichts der Disruptionen in der Geopolitik und im globalen Handel stehen auch der institutionellen Kapitalanlage schwierige Zeiten und erhebliche Unsicherheit im Markt bevor.
- Bestehende aktive und passive Investment-Strategien sind auf den Prüfstand zu stellen.
- Im Fixed-Income-Segment finden sich attraktive Realrenditen meist nur abseits des Investment-Grade-Bereichs.
- Der Einsatz von KI in der Finanzwirtschaft birgt Potential, doch der Praxiseinsatz lässt auf sich warten.

Die Teilnehmer am Roundtable waren sich einig, dass die Turbulenzen an den Finanzmärkten angesichts der Disruptionen in der Geo- und Handelspolitik künftig deutlich zunehmen werden. Investoren dürften aber nicht in Panik verfallen, sondern sollten vielmehr ihre Investment-Strategien evaluieren. **Sven Schuster** legte dar, welche Argumente aus seiner Sicht eher für einen passiv orientierten ALM-Ansatz sprechen. Insbesondere bei komplexeren Fixed-Income-Investments schätzt er die Expertise aktiver Manager.

Das Potential, mit aktivem Management Alpha zu erzielen, sah **Wolfram Gerdes** dagegen lediglich bei Aktien. Angesichts niedriger Renditeerwartungen im Fixed-Income-Segment betonte er, dass der Hebel für langfristige Outperformance vor allem in der strategischen Asset Allocation liege.

**Thorsten Lang** verteidigte die Rolle des aktiven Managements im Fixed-Income-Bereich, insbesondere für Subsegmente, in denen Alpha durch sorgfältige Selektion zu erzielen ist.

**Jeffrey Dissmann** sah keinen klaren Performance-Gewinner zwischen Aktien und Renten, sondern verwies auf das begrenzte Governance-Budget von Investoren. Er plädierte für flexible Arbeitsteilung in der Investment-Kette und Diversifikation.

**Peter Oertmann** sah die Grundlage für eine funktionierende Weltwirtschaft angesichts des vielerorts erstarkenden Autoritarismus gefährdet. Die Diskussionsrunde war sich weitgehend darin einig, dass die langfristigen Folgen der aktuellen Disruptionen kaum seriös zu bewerten sind.

**Kay Tönnes** stufte den Konflikt zwischen den USA und China als potentielle Jahrhundertkrise für die globalen Finanzmärkte ein. In der künstlichen Intelligenz sah er eine Entwicklungschance für das Risikomanagement und zugleich einen Jobkiller im Asset Management. Oertmann widersprach dem und hob stattdessen die transformative Wirkung von KI hervor, bei der weiterhin zwischenmenschliche Beziehungen entscheidend seien und nur im Hintergrund Maschinen arbeiteten. ●