

LEITERbAV

PENSIONS
INDUSTRIES

ALTERNATIVES
INDUSTRIES

TACTICAL ADVANTAGE

Das Magazin für die imperativen Fragen
des zeitgenössischen deutschen
Pensionswesens und der Private Markets

Volume 16
5/2025

EURO 50,00



Anja Markert,
Gruppenleiterin
Kapitalmarktprodukte
bei Union Investment

Anpackendes Management

Ein klarer Fokus auf Zukunft und ein enormer Erfahrungsschatz bilden das Fundament für unsere Investmententscheidungen. Als aktiver Asset Manager setzen wir auf robuste Strategien und Prozesse. Unser Ansporn: Gemeinsam mit unseren Kunden deren Anlageziele zu erreichen – verantwortungsvoll und langfristig.

Erfahren Sie mehr unter
ui-link.de/aktivesmanagement

Wir arbeiten für Ihr Investment



Kontakt: Union Investment Institutional GmbH, Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main, Telefon 069 2567-7652. Bei dieser Anzeige handelt es sich um Werbung, der Hintergrund wurde mithilfe von Künstlicher Intelligenz erstellt.



EDITORIAL

LIEBE LESERIN, LIEBER LESER!

Dieser Tage, kurz vor Ostern, der Redaktionschluss dieses Heftes. Und die Tage, sie sind wild – so wie diese Zeiten überhaupt.

Deutschland: Ampel-Regierung vor der Zeit abgewirtschaftet, und wir haben die Bundestagswahlen hinter uns gebracht. Doch noch bevor überhaupt ein Koalitionsvertrag zwischen Union und SPD unterschrieben ist, zeichnet sich jetzt schon ab, dass die bürgerlichen Wähler im Lande wie so oft enttäuscht werden. Prognose: Deutschland wird das Gestolpere der Ampel Richtung Süden auch unter der neuen Regierung aus Union und SPD (Inauguration zum Redaktionschluss noch nicht 100-prozentig sicher) nahtlos fortsetzen, das Tempo eher noch erhöhen. Wo? Auf allen relevanten Politikfeldern!

Was das für die Altersvorsorge im Allgemeinen und das betriebliche Pensionswesen im Besonderen bedeuten wird? Schwer abschätzbar. Heilfroh könnte man sein, würde das noch von der Ampel ausgearbeitete BRSG 2.0 zeitnah durch das parlamentarische Verfahren gebracht.

Aber: Seien wir nicht immer so pessimistisch, hat doch die neuliche Anpassung der Anlageverordnung mit ihrer neuen Infrastrukturquote gezeigt, dass auch totgeglaubte Exekutiven zuweilen für kleine, positive Überraschungen gut sind.

Global alles dominierend: The Donald! Und wie. Diese Zeilen werden geschrieben am Tag nach seinem großen Zoll-Hammer Anfang April, und die internationalen Kapitalmärkte zeigen eine Asset Deflation, wie man sie lange nicht gesehen hat. Billionen-Werte sind in den letzten vier Wochen vernichtet worden (übrigens auch in Millionen von US-401k-Depots – ein Zigfaches dessen, was die USA sich jemals von irgendwelchen Zolleinnahmen erhoffen können).

Macht unser aller Donald das aus schierer Dummheit? Oder im Gegenteil aus Raffinesse? Seine politische Basisstrategie seit jeher: als

stärkster Player auf dem Feld schockartig alle Möbel durcheinander werfen, um sie dann hinterher nach seinen Vorstellungen neu zu ordnen. Doch die Größenordnungen, die er jetzt bewegt, dürften ihn wohl selber überraschen. Nun, liebe Leserschaft, wenn Sie diese Zeilen lesen, werden sie vermutlich schon veraltet sein – denn die Zeiten sind so schnell, dass wir dann wohl längst neue fundamentale Entwicklungen sehen werden, in welche Richtung die auch immer gehen mögen.

Angeichts der Gemengelage umso bemerkens- und lesenswerter jedenfalls die Gedanken von KZVK-Vorstand **WOLFRAM GERDES**, die er zu Krisen an den Kapitalmärkten im Gespräch mit dem Herausgeber formuliert. Freilich, das Interview ist lange vor den trumpschen März/April-Börsenkapriolen geführt worden – doch umso universeller und aktueller sind die dort aufgestellten Grundsätze. Und wenn man diese verinnerlicht, dann weiß man, dass Krisen an den Kapitalmärkten nicht nur Krisen sind – und wie man bevorzugt mit ihnen umgeht.

Übrigens, schaue man – was bleibt uns übrig – optimistisch in die Zukunft. Ostern vorbei, jetzt kommt bald der Sommer, und wenn Europa Glück hat, dann wird der Mann jenseits des Atlantiks, der so gerne alles durcheinanderwirbelt und neu aufstellt, auch die Geopolitik in Europa neu ordnen, und zwar Richtung Frieden. Diesen, je nachdem wie er aussehen wird, kann man gerecht oder ungerecht finden. Aber liebe Leute: besser ein schlechter Frieden als ein guter Krieg!

Es grüßt in die Republik
Pascal Bazzazi

»... dann weiß man, dass Krisen an den Kapitalmärkten nicht nur Krisen sind.«



PASCAL BAZZAZI
Chefredakteur und
Herausgeber **LEITERbAV**
PENSIONS INDUSTRIES
ALTERNATIVES INDUSTRIES
TACTICAL ADVANTAGE

Ihre Oase in der Servicewüste.

Deka Verwahrstelle – wir lassen Ihre Assets nicht verdursten.

Keine Fata Morgana! Es gibt sie tatsächlich, die Verwahrstelle mit persönlicher Betreuung, kurzen Wegen in Frankfurt, deutschem Vertragsrecht und verständlicher Dokumentation. Wir sind die Spezialisten für deutsche Investoren mit internationalem Anspruch – seit 1962 gibt es unseren zuverlässigen individuellen Service auch für Ihre Karawane. Warum sollten Sie Ihre Assets weiterziehen lassen?

Überlegen. Investieren.



Deka
Institutionell

Asset Servicing | Fundamentales Portfoliomanagement | Kapitalmarktösungen |
Passives Portfoliomanagement | Quantitatives Portfoliomanagement | Real Assets

DekaBank Deutsche Girozentrale
Weiterführende Informationen unter deka-institutionell.de

 Finanzgruppe

INHALT VOL 16 | MAI 2025

TALKING HEADS

06 NICHT KUNST, NICHT WISSENSCHAFT ...

... aber solides Handwerk. So umschreibt der Kapitalanlagevorstand der KZVK Dortmund seine Aufgabe. Welche Aufgabe Real Assets und Nominalwerte haben, wo es den Home Bias nicht gibt und wo doch, dass man 200 Millionen nicht liegen lässt, was Anleger oft überschätzen, welches meist die wertschöpfendste aller Maßnahmen ist, was er als Kernkompetenz eines guten Private Equity Managers ansieht, wie gute Antiselektion funktioniert, inwiefern CiD die wichtigste Währung ist, was er sich nicht leisten kann ... und was ein Parkhaus in Chicago mit alldem zu tun hat: Mit **WOLFRAM GERDES** spricht **PASCAL BAZZAZI**.

PENSIONS & ASSETS

28 WACHSTUM ZUM ANFASSEN – TIMBERLAND ALS ASSET-KLASSE

Wenn es der Wald in unsere Nachrichten schafft, dann ist der Kontext oft negativ, seien es Waldbrände in Kalifornien, Abholzung im Amazonas oder Käferbefall in deutschen Wäldern. Dann doch besser in Wald investieren! **LORENZ AIGNER** von der International Woodland Company über eine strategische Anlageklasse, die nicht nur attraktive Erträge mit Diversifikationspotential und mit Schutz gegen Inflation zu einem nachhaltigen Mehrwert kombinieren kann, sondern bei der »Wachstum« buchstäblich ist.

32 INFRASTRUKTUR: DAS UNTERSCHÄTZTE MULTITALENT IM PENSIONS-PORTFOLIO

Vola, Geopolitik, Unsicherheiten und Megatrends machen es nicht einfacher, langfristig stabile Renditen zu erzielen. Diversifikation des Portfolios ist zentral. Dabei erweist sich Infrastruktur als regelrechtes Multitalent: Risikostreuung, weniger Abhängigkeit von traditionellen Assets und damit von den volatilen Märkten, zudem Inflationsschutz, bessere Balance zwischen Sicherheit und Ertragschancen sowie Nachhaltigkeit. Nur: Wie in die SAA in der bAV integrieren? Welche Rahmenbedingungen beachten? Und welchen Beitrag leistet dies zur langfristigen Sicherung der Pensionsverpflichtungen? Metzlers **MARTIN THIESEN** gibt Antworten.

INSIDE TECH

36 ALLES LEDGER, ODER WAS?

DLT, Blockchain & Co aus der Perspektive institutioneller Investoren: In Köln am Rhein, im Hause der Zurich, spricht **CLEMENS SCHUERHOFF** von Komalpha mit **MARION SPIELMANN** von der DekaBank, **KARSTEN EHLEN** von der Zurich Versicherung und **HOLGER MEFFERT** von der DZ Bank über DLT-Infrastruktur, Use Cases, Tokenisierung und insbesondere Nutzen und Kriterien für die Investoren. Eine Diskussion tief unter der Motorhaube ...

DIE FRAGE DES INVESTORS

55 QUO VADIS, RENEWABLES?

Die Energiewende bleibt auf der Tagesordnung, und so bleiben es die Erneuerbaren. **MARKUS MADACHE**, Vorstand der N-ERGIE PK, stellt Fragen – rund um Länder und Regionen, um Vergütungsmodelle, um Green- oder Brownfield sowie um Stromspeicher, Stromerzeugung und die Entkoppelung von Einspeisung und Vermarktung. Es antworten **MORITZ WEISS** von Copenhagen Infrastructure Partners, **DANIEL SAYAR** von Energy Infrastructure Partners und **RICHARD BRAAKENBURG** von SUSI Partners.

MENSCHEN TO MENTION

58 STS MIT SPEZIAL-WEITERBILDUNG

Als Staatssekretär im BMAS auch altgedient in der bAV, hat er die zweite Säule maßgeblich geprägt. Nun ist er in den Ruhestand gegangen. Wenige Wochen zuvor traf **DETELF POHL** ihn im Ministerium in der Berliner Wilhelmstraße – und man sprach über seine erste aba-Tagung und bleibende Kernbotschaften gleich zu Beginn, über viele große Augen, über Brandenburg und Südasien, die bAV in Indien, über relative Problemsicht, 80 und 20 Prozent – und wo der längst promovierte **ROLF SCHMACHTENBERG** keine Gelegenheit zur Promotion auslässt ...

INSIDE TECH – DLT, BLOCKCHAIN, KRYPTO & CO:

ALLES LEDGER, ODER WAS?

DLT oder Blockchain sind im Finanzmarkt in aller Munde. Die Perspektive institutioneller Investoren wird dabei eher selten eingenommen. Das ändert sich mit diesem Beitrag. In Köln am Rhein, im Hause der Zurich, spricht CLEMENS SCHUERHOFF von *Kommalpha* mit MARION SPIELMANN von der *Deka-Bank*, KARSTEN EHLEN von der *Zurich Versicherung* und HOLGER MEFFERT von der *DZ Bank* über DLT-Infrastruktur, Use Cases, Tokenisierung und insbesondere Nutzen und Kriterien für die Investoren. Eine Diskussion tief unter der Motorhaube ...

36 – 37



HOLGER MEFFERT, MARION SPIELMANN, CLEMENS SCHUERHOFF
und KARSTEN EHLEN (v.l.n.r.) im Hause der Zurich in Köln am Rhein.

Mit freundlicher Unterstützung von:

DZ BANK
Die Initiativbank



Guten Morgen, Frau Spielmann, die Herren. Thema heute: Was ist die Asset-Klasse oder das Finanzinstrument mit dem größten Potenzial im Hinblick auf die Distributed-Ledger-Technologie?

EHLEN Ich könnte mir Anwendungsfälle insbesondere in den Bereichen Private Debt und nicht gelisteter Papiere vorstellen, allerdings fehlt der Sekundärmarkt als neuralgischer Punkt für die weitere Entwicklung.

SPIELMANN Auch in der klassischen Welt gibt es durch die Digitalisierung für Investoren viele spannende Cases, weil wir einfach einen höheren Automatisierungsgrad bei Wertpapieren erreichen werden. Für die Zukunft halte ich selbst-administrierende Wertpapiere für nicht utopisch. Daneben bin ich bei Karsten Ehlen. Wenn ich durch Digitalisierung die Liquidität eines Produktes erhöhen kann, wird es interessant. Dann erschließe ich auch den Kunden eine Asset-Klasse, die sie bisher in der Form nicht nutzen können, weil die Einstiegshürden zu hoch sind.

Ein Beispiel bitte?

SPIELMANN Die Namensschuldverschreibung. Dafür gibt es zwar einen Sekundärmarkt, doch ist der überschaubar. Wenn ich eine Namensschuldverschreibung tokenisiere und das Abtretungsrecht auf der Blockchain transferieren kann, kann ich sie taggleich handeln. Früher haben wir dafür 14 Tage, vier Wochen gebraucht, je nach Abwicklungsprozessen der Beteiligten. Im illiquiden Bereich sehe ich hier wirklich noch viel Potenzial.

MEFFERT Das Problem bei heute nicht-hochautomatisierten Dingen: neue Technologie mit vielen Verbesserungsmöglich-

»Für die Zukunft halte ich selbst-administrierende Wertpapiere für nicht utopisch.«

MARION SPIELMANN

keiten trifft auf geringe Stückzahlen. Demgegenüber ist der klassische Wertpapierbereich heute hocheffizient, die Messlatte liegt hoch.

Als Abwickler habe ich die Intention, Prozesse zu vereinheitlichen und nicht im Gegenteil total auseinanderdriften zu lassen. Die DLT und ihre Protokolle eröffnen nun den Weg, Prozesse zu vereinheitlichen und Produktionsstraßen zu konsolidieren. Über Programme, die sogenannten Smart Contracts, können sich Prozesse von verschiedensten Finanzinstrumenten inklusive derer Transaktionen exakt steuern lassen ... viele Möglichkeiten, die sich aber erst erschließen, wenn wir viel auf der Chain haben.

Für einzelne Anwendungsfälle alleine ist die Technologie dagegen extrem teuer.

MEFFERT Ja, heute muss man sich noch gut überlegen, ob es betriebswirtschaftlich sinnvoll ist, fünf Leute, die eine Urkunde schreiben und sie mit der Post schicken, durch Systeme und Schnittstellen zu ersetzen, die alleine aufgrund der Regulatorik



wie DORA hohe laufende Überwachungskosten mit sich bringen. Wenn das alles eines Tages auf der Ledger-Infrastruktur läuft, ist das ein Klacks. Doch diese Hürde erstmal zu überspringen, ist die große Herausforderung.

Karsten Ehlen, wo könnte es Einsatzmöglichkeiten produktseitig für Sie als Versicherer geben?

EHLEN Den Vorteil einer blockchain-basierten Versicherungslösung würde ich dort erwarten, wo Smart Contracts für parametrische Versicherungsverträge

zum Einsatz kommen könnten. Bei denen also, wo ein Versicherungsfall vom Eintritt eines klar definierten Versicherungsereignisses abhängt. Der Smart Contract führt sich selbst aus, wenn die Bedingungen eingetreten bzw. erfüllt sind. Vor einigen Jahren hat ein Mitbewerber für den schweizerischen Markt eine Versicherung zur Flugverspätung erprobt, die dann später aufgrund mangelnder Nachfrage allerdings wieder eingestellt wurde. Wir beobachten die Entwicklung hierzu sehr genau. Konkrete Einsatzfelder haben wir noch nicht identifiziert.

Zurück zur Investment-Seite: zum konkreten Nutzen für Investoren. Nach meiner Wahrnehmung wird immer über geringere Kosten, über Schnelligkeit und Automatisierung diskutiert. Gibt es auch ertragsorientierte Szenarien – mehr Rendite bei einem tokenisierten Bond, höhere Erträge bei ledger-basierten Wertpapierleiheprogrammen?

SPIELMANN Leihe, schönes Stichwort. Wenn ich taggleich fähig bin, Wertpapiere zu übertragen und nicht wie heute T+2, oder T+1 in der Zukunft, kann ich auf Spot-Märkte reagieren und mit vergleichsweise guten Margen Wertpapiere verleihen. Diese Zusatzerträge sind insbesondere für KVGs und ihre Fonds interessant. Und auf der digitalen Strecke fallen viele Prozessschritte weg, weil zum Beispiel die Blockchain prüft, ob die Besicherung da ist.

Also landen bei Wertpapierleihegeschäften auf der Blockchain mehr Basispunkte beim Fonds respektive Investor?

SPIELMANN Sie sparen zunächst eigene Kosten. Aber wenn Sie auf Spot-Märkte reagieren können und gefragte Wertpapiere haben, die Sie kurzfristig am Markt zur Verfügung stellen, dann dürfen Sie auch von einer höheren Rendite ausgehen.

EHLEN Insbesondere die Collateralisierung auf Blockchain-Basis, zum Beispiel über Money Market-Fonds, sollte Prozesseffizienzen heben. Je weniger Intermediäre involviert und je höher die positiven operationellen Entwicklungen sind, desto eher wird beim Endanleger mehr auf der Einnahmeseite zur Wertpapierleihe ankommen. Zumindest würde ich das erwarten.

Ich frage mich, wo die Akzeptanz von institutionellen Investoren rund um DLT am größten ist. Geht es wirklich um Themen wie Leihe, OTC-Derivate oder Private Markets? Wo geht das Geschäft

los, und ist eine Priorisierung oder Reihenfolge einschätzbar?

MEFFERT Ich glaube nicht, dass es den einen Nukleus geben wird, sondern es werden sich verschiedene Player auf verschiedene Punkte stützen und zusammenspielende Prozesse etablieren. Die Leihe eines Wertpapiers wird erst dann richtig spannend, wenn das Papier nicht nur ein tokenisiertes ist, sondern komplett digitalisiert – als Kryptowertpapier.

SPIELMANN Ich muss leicht widersprechen. Ich denke durchaus, dass es Sinn macht, traditionelle Wertpapiere zu tokenisieren, weil wir jetzt in einen hybriden Zustand kommen. Die Kunden werden traditionelle Wertpapiere haben – und sie werden Kryptowertpapiere haben. Wenn ich wirklich die Effizienz in den Portfolios heben will, dann muss ich beide über die Blockchain bewirtschaften können. Ich möchte nicht in zwei Prozesswelten unterwegs sein, die auch noch recht stark auseinanderlaufen. Die Aufgabe ist, mein traditionelles Geschäft auf die Blockchain zu bringen, und zwar effizient und kostengünstig. Also: Meine Welt ist eine hybride.

MEFFERT Die Welt wird lange hybride sein, das stimmt. Ein Kryptowertpapier in Sammeleintragung ist ein verwahrfähiges Finanzinstrument, welches in einem Depot-system zu führen ist – und dort werden die beiden Welten schon kombiniert.

Dem Depotführenden ist es also egal, ob ein Kryptowertpapier gebucht wird oder ein ganz traditioneller Bond?

MEFFERT Ja, das sieht er nur an seinem Depotauszug: Lagerstelle Clearstream oder Lagerstelle Register XY. Den Vorteil der neuen Technik spürt erstmal nur der Abwickler.



KARSTEN EHLEN

»Den Vorteil einer blockchain-basierten Versicherungslösung würde ich dort erwarten, wo Smart Contracts für parametrische Versicherungsverträge zum Einsatz kommen könnten.«

Wenn in der sehr kleinen und spezialisierten Szene des Asset Servicing ein echter Fachmann auf Investoren-Seite gefragt ist, dann kommt man meist zwangsläufig auf ihn: Karsten Ehlen startet nach der Ausbildung zum Bankkaufmann seine berufliche Tätigkeit als Wertpapierberater bei der damaligen Dresdner Bank und absolviert parallel ein berufsbegleitendes Studium bei der Frankfurt School of Finance & Management. Nach weiteren Stationen im Aktien-Sales bei verschiedenen Banken arbeitet Ehlen seit 2001 in unterschiedlichen Funktionen innerhalb des Investment Managements der Zurich Gruppe Deutschland. Seit 2023 verantwortet er als

Head of Asset Servicing unter anderem die Schnittstellen zu Asset Managern, KVGs und Verwahrstellen. Von 2001 bis 2020 ist er außerdem als Dozent an der Frankfurt School of Finance & Management in der dort angebotenen Fortbildung zum Bankbetriebswirt tätig.

Die Zurich Gruppe in Deutschland gehört zur weltweit tätigen Zurich Insurance Group. Mit Beitragseinnahmen (2023) von knapp 6 Milliarden Euro, Kapitalanlagen von mehr als 51 Milliarden Euro und rund 4.900 Beschäftigten zählt die Zurich zu den großen Assekuranzen in Deutschland. Das Haus operiert in den Segmenten Versicherungen, Vorsorge und Risikomanagement und nennt als ein Ziel das Streben danach, eines der verantwortungsbewusstesten und wirkungsvollsten Unternehmen der Welt zu sein. BAZ

» Der Anleger wird nicht dafür bezahlen wollen, dass er über eine schicke Blockchain irgendwas settelt, sondern er muss etwas davon haben.«

HOLGER MEFFERT



In diesem Fall ist der größte Nutzen der Wegfall der Clearstream-Kosten?

MEFFERT Jeder, an dessen Prozess ein Intermediär beteiligt ist, muss sich fragen: Kriege ich die Rolle auch anders und vor allem günstiger hin? Clearstream hat eine klare Rolle. Diese hat unter dem eWpG der Registerführer gemäß eWpRV. Schafft dieser das günstiger, als es Clearstream heute schafft?

EHLEN Wenn ich mit einer Service-KVG spreche, dann nehme ich mit, dass die fondsbuchhalterische Behandlung der digitalen Assets großenteils Neuland ist und versus klassischer, girosammelfähiger Wertpapiere eine große Fragestellung in Richtung der eigenen Infrastruktur darstellt. Der Markt zu Registerführern wird sich weiterentwickeln und sich ggf. auch konzentrieren. Ein benötigter Neuprodukte-Prozess – verbunden mit einem operativen Onboarding und einem regelmäßigen Monitoring solcher Dienstleister – wird voraussichtlich für eine KVG ein größeres Thema sein. Das jüngste Konsultationsschreiben der BaFin zu den Pflichten der Verwahrstelle und einer KVG zu Kryptowerten bzw. zu digitalen Assets sehe ich als weiteres Puzzlestück von regulatorischer Klarheit an. Irgendwann wird »der Markt« an einen Punkt kommen, an dem man entscheiden muss, ob man die Blockchain für traditionelle, liquide gelistete Assets nutzt, oder ob man sich eher auf Nischen fokussiert. Von Marktteilnehmern höre ich, dass sowohl der Umgang mit Corporate Actions als auch ein Steuerservice bei einem digitalen Asset noch nicht gelöste Hürden darstellt.

Bis der ganze Aktienmarkt tokenisiert ist, wird es noch ein bisschen dauern. Spannend ist das Stichwort Sekundärmärkte, also Herausbildung

von Börsen oder Handelsplätzen. Was passiert da in den nächsten fünf bis zehn Jahren?

SPIELMANN Es ist schwer nachzuvollziehen, warum Kryptowertpapiere in Deutschland keine Börsenzulassung haben, während die Schweiz zeigt, dass es möglich ist. Damit wäre der Grundstein gelegt, Kryptowertpapiere breiteren Investorenschichten zugänglich zu machen. Und wir haben keinen Sekundärmarkt. Das DLT-Pilotregime beschäftigt sich mit Sekundärmarktfähigkeit, aber es sind zu wenige Teilnehmer bzw. zu wenige Interessenten in Deutschland, was auch mit den Kosten und dem derzeit noch geringen Emissionsvolumen zusammenhängen mag.

Das große Thema ist Cash on Chain. Das wäre der Katalysator, um Blockchain-Transaktionen zu ermöglichen, auf der Wertpapier- und auch auf der Collateral-Seite. Die ECB-Trials haben ja über die Trigger-Lösung die Anbindung an Zentralbankgeld getestet. Die Bundesbank wird mit der EZB abstimmen, wie es weitergeht. Doch vor Mitte dieses Jahres werden wir hiervon nichts hören – also wieder keine Bewegung. Deshalb ist in den kommenden drei bis fünf Jahren vermutlich nur mit inkrementellen Fortschritten und einem langsamen Anstieg des Emissionsvolumens zu rechnen.

MEFFERT Es gibt eigentlich keinen Grund, Kryptowertpapiere nicht zu listen. Nur die CSDR verbietet dies. Sie regelt insbesondere die Abwicklungsmodalitäten, die aber im Hinblick auf die Chain eben noch nicht eindeutig geregelt sind. Die reibungslose Abwicklung einer großen Anzahl an Transaktionen bedarf eines gewissen Standards – nicht zuletzt für die Regelung der Eigentumsübergänge im rechtlichen Sinne. Diese Prozesse müssen entwickelt und etabliert werden. Die Geldtransakti-

on spielt dabei gerade im institutionellen Bereich eine wichtige Rolle. Wie groß die Bedeutung der Abwicklung großvolumiger Transaktionen in Zentralbankgeld ist, haben die regen Aktivitäten bei den ECB-Trials gezeigt. Die jüngst verkündete Entscheidung der EZB, die Phase auszuweiten und langfristig an einer expliziten Wholesale-Lösung zu arbeiten, sollte hier weiter für Momentum sorgen.

Bekommt ein institutioneller Investor die Trials oder das Pilotregime mit?

EHLEN Auf Symposien wie beispielsweise vom Bundesverband Alternative Investments und auch in den Medien wird informiert. Die Vernetzung digitaler Assets mit digitalem Cash – sprich, die digitale Euro als Wholesale-Lösung – könnte ein Wendepunkt sein, der wirklich in Richtung Blockchain gehen könnte. Zweiter Punkt wird ein liquider Sekundärmarkt sein. Solange diese Kriterien nicht gegeben sind, ist es aus Endanlegersicht eher uninteressant.

Wie ist die Schnittstelle zur konventionellen Geld-Welt vorstellbar? Karsten Ehlen möchte mit Euros zu Lasten seines Kontos bei einer Bank irgendetwas Tokenisiertes kaufen, wie läuft das dann, Stichwort Zentralbankgeld?

SPIELMANN In der heutigen Welt ist der Zahlungsprozess für Kryptowertpapiere semi-manuell. Der Zahlungsverkehr informiert: Karsten Ehlen hat das Geld überwiesen! Dann würde in der Wertpapierabwicklung das Kryptowertpapier an Karsten Ehlen übertragen. Ein derzeit noch notwendiger manueller Eingriff in einen Prozess, der eigentlich hochautomatisiert sein könnte.

Zukunft müsste ja sein, dass auch das Payment sofort on Chain passiert.

SPIELMANN In der perfekten Welt ja. Dafür bräuchte es aber eine Wholesale-CBDC oder Alternativen in Form von Stablecoins. In der gegenwärtig noch bunten Welt der Stablecoins muss sich der Markt allerdings zunächst auf einen Standard einigen. Also besagtes Henne-Ei-Problem ständig an allen möglichen Stellen.

MEFFERT Tatsächlich werden wir zur Erreichung der bestmöglichen Effizienz Cash on Chain brauchen. Bis dahin kann man sich aber auch anderer Mechanismen bedienen, die ein sofortiges Settlement ermöglichen. Hier spielt der Verwahrer eine zentrale Rolle. Gerade bei der Verwendung von Omnibuskonten kann er für das Settlement am Markt sorgen und dann zum Kunden durchbuchen.

SPIELMANN Die klassische Sammelverwahrung ist zum Beispiel für Kryptobonds möglich und wurde auch bei den letzten Emissionen im Markt genutzt.

» Die Vernetzung digitaler Assets mit digitalem Cash könnte ein Wendepunkt sein.«

KARSTEN EHLEN



CLEMENS SCHUERHOFF

» Auf den Sekundärmärkten mit entsprechender Breite und Tiefe hat die alte Welt bei Market Making, Spreads und Best Execution Dekaden gebraucht, den prozessualen Weg zu gehen. Das wird auf der DLT-Seite nicht zügiger gehen.«

Unser heutiger Interviewer ist ebenfalls ein alter Hase auf dem Asset Servicing-Parkett: Clemens Schuerhoff bringt 30 Jahre Erfahrung im institutionellen Bank- und Investmentgeschäft mit. Der Ökonom machte sich nach verschiedenen Funktionen im institutionellen Investment der heutigen SEB AG 2001 als Consultant für institutionelle Marktteilnehmer selbstständig.

2006 gründete Schuerhoff die **Kommalpha AG**, die er seitdem als Vorstand führt. Kommalpha berät Anbieter wie Asset Manager, Kapitalverwaltungsgesellschaften, Verwahrstellen sowie institutionelle Investoren. Schuerhoff hat zahlreiche Veröffentlichungen verfasst, insbesondere Publikationen rund um das Bank- und Investmentgeschäft, und ist regelmäßig Redner bei Veranstaltungen rund um das institutionelle Asset Management.

**HOLGER MEFFERT**

» Jedes Puzzle-Steinchen für sich wird schwierig. Das Gesamt-Puzzle kann funktionieren. Aber ob das funktioniert, können wir erst dann bewerten, wenn wir genügend Teile auf dem Tisch liegen haben.«

Nach verschiedenen Stationen im Bereich des Wertpapierhandels auf der Privatkundenseite ist Holger Meffert vor acht Jahren in die Abwicklung gewechselt und verantwortet als Leiter Wertpapierservices und Digitalverwahrung nicht nur die gesamte Wertpapierabwicklung in der DZ Bank, sondern ist auch für die Digitalverwahrung verantwortlich. Vor seiner Zeit in der genossen-

schaftlichen Zentralbank war der promovierte Physiker als Berater u.a. bei Accenture und IBM sowie in der Dresdner Bank tätig.

Die **DZ Bank AG** ist das Spitzeninstitut der Genossenschaftlichen FinanzGruppe Volksbanken Raiffeisenbanken und dient als Zentralbank für rund 850 Genossenschaftsbanken. Sie bietet diesen Banken eine breite Palette von Finanzdienstleistungen an und ist mit einem Verwahrungsvolumen von 370 Milliarden Euro die größte rein deutsche Verwahrstelle. Seit Oktober 2023 ist ihre Kryptoverwahrplattform produktiv. *BAZ*

MEFFERT Natürlich ist eine Einzelverwahrung immer chic. Der Registerführer kennt den Anleger sofort. Es besteht allerdings hoher Aufwand im Hinblick auf KYC und Sicherheits- und Geldwäscheprüfungen. Wenn wir auf Einzel-Endkunden-Wallets gehen, wird das ein nicht zu vernachlässigender Kostenfaktor.

SPIELMANN Das schafft ja für den Investor keinen Mehrwert.

MEFFERT Genau. Wo bringt es Vorteile und wo bringt es einfach nur erhöhten Aufwand? Auch der Anleger wird nicht dafür bezahlen wollen, dass er über eine schicke Blockchain irgendwas setzt, sondern er muss etwas davon haben.

Das heißt, ein Investor wird gar keinen Unterschied haben, auch nicht im Reporting im Fonds-Bereich?

MEFFERT Wenn wir über Kryptowertpapiere reden, ist das völlig egal. Er würde eine andere Verwahr-Art, ein anderes Lagerstellen-Kennzeichen sehen.

Das Szenario, dass institutionelle Investoren eigene Wallets und direkten Zugriff auf die Assets haben, halten Sie im Umkehrschluss für relativ unwahrscheinlich?

MEFFERT Jetzt wird es spitzfindig! Solange wir über verwahrfähige Finanzinstrumente reden, gibt es heute schon klare Regelungen. Ein Wertpapier nach eWpG ist ein Wertpapier, damit verwahrfähig. Wenn es in eine Omnibus-Verwahrung eingetragen ist, muss es bei einem Depot-Verwahrer liegen. Und der Schlüssel zu diesem Papier muss bei der Verwahrstelle liegen. Damit gibt es überhaupt keine Option.

Wenn allerdings zum Beispiel ein Derivat abgeschlossen wird, wie mit einem

Smart Digital Contract, wo ein Zins-Swap auf eine Chain gelegt wird, würde auch heute die KVG direkt investieren und nur die Verwahrstelle über den entsprechenden Gegenwert informieren. Da könnte es sehr wohl notwendig sein, dass Asset Manager oder KVG eine eigene Wallet haben. Es ist keine Schwarz-Weiß-Lösung. Immer dort, wo es Massengeschäft wird, macht es mehr Sinn, Richtung Omnibus zu gehen. Bei Einzeltransaktionen, die deutlich individueller ausgestaltet werden, kann, darf und müsste die KVG ggf. mehr tun.

Datenübernahme in bestehende Systeme oder bestehendes Reporting, Konsolidierung mit Direktanlagen – das sind dann keine Baustellen oder Fragezeichen?

EHLEN So höre ich das auch heraus. Wir führen als globales Haus ein weltweites Data Warehouse, daher sind wir auf klassische KVG-Reportings als Primärquelle gar nicht so angewiesen. Als noch ein ungeklärter Aspekt erscheint mir im Blockchain-Kontext, wie der Kommunikationsweg zwischen den am Handel involvierten Parteien dann aussehen wird. Heute gibt es für das girosammelfähige Wertpapier klare und effiziente Prozesse, hohe STP-Quoten und abgestimmte Settlement-Wege via SWIFT. Im Falle von DLT-basierten Finanzinstrumenten und eines funktionierenden Sekundärmarktes ist fraglich, ob nicht doch die Systeme ausgeweitet bzw. stärker angepasst werden müssen.

Auf den Sekundärmärkten mit entsprechender Breite und Tiefe hat die alte Welt bei Market Making, Spreads und Best Execution Dekaden gebraucht, den prozessualen Weg zu gehen. Das wird auf der DLT-Seite nicht zügiger gehen; jeder wird genau prüfen, welchen Preis er für sein Kryptowertpapier bekommt, wer sein Counterpart ist et cetera.

EHLEN Das regelt die Best Execution Policy des Asset Managers. Spannend wird zu beobachten sein, wie perspektivisch der

Sekundärmarkt von tokenisierten Aktien aufgesetzt sein wird, zum Beispiel von notierten Aktien aus dem DAX. Gibt es einen einheitlichen Preis? Oder je einen für girosammelfähige und für die digitale Version? Was ist denn, wenn da ein Preisunterschied am Sekundärmarkt vorliegt?

MEFFERT Wir haben diese Themen heute schon. Jedes Register ist eine weitere externe Lagerstelle. Wir haben zum Beispiel heute schon IBM in den USA, in Frankreich oder in Deutschland mit unterschiedlichen Liefermöglichkeiten liegen. Das wird bei DLT-basierten Finanzinstrumenten nicht anders sein, und der Handel wird sich eh nicht ändern. Es gibt lediglich weitere Lagerstellen, und dann hängt es von dem Verwahrer ab, ob er an dieses Netzwerk/ Register angebunden ist.

SPIELMANN Es sollte ja auch für die Investoren keinen Unterschied zwischen der traditionellen und der digitalen Welt geben. Wir werden Standards brauchen, um Prozesseffizienzen und die Anbindungen an Chains und Marktplätze sicherstellen zu können. Wir benötigen eine gemeinsame Ausrichtung in der Industrie, damit ein Leitbild geschaffen wird, an dem sich andere orientieren können. Alle sind noch so ein bisschen in der Warteposition, ob vielleicht nicht noch etwas anderes um die Ecke kommt. Das hemmt die Entwicklung massiv.

MEFFERT Viele große globale Anbieter beschäftigen sich mit DLT-Themen, aber sie entwickeln fast ausschließlich geschlossene hausinterne Plattformen. Einen internationalen Kapitalmarkt auf Ledger-Basis werden sie damit nicht aufbauen. Diese Struktur muss aufgebrochen und mit offeneren Initiativen verbunden werden.

Das wird dann eine permissioned DLT-Infrastruktur. Welche Knackpunkte gibt es zwischen permissionless und permissioned auch im Hinblick auf Hosting-Risiken, Regulierung, Release-Wechsel? Wie kommt Momentum in die Thematik und wie lange dauert es?

SPIELMANN Private Blockchains sind gemäß Kapitalunterlegung von Kryptowerten und den qualitativen Anforderungen im Moment im Vorteil. Sie genießen offenbar auch ein höheres Vertrauen. Es gibt eine Zuständigkeit für den Betrieb, für die Validierung der Transaktionen und für Governance-Regeln der Blockchain. Für Unternehmen, die nicht diese regulatorischen Anforderungen hinsichtlich der Kapitalunterlegung beachten müssen, scheint die Frage der Kapitalunterlegung des Produktes weniger relevant. Ein institutioneller Investor könnte genauso ein Blockchain-Produkt von einer öffentlichen Blockchain erwerben. Ich denke, es wird auch hier auf eine hybride Welt hinauslaufen. Das wird sich nach Asset-Klassen und Mehrheiten der Marktteilnehmer auf der jeweiligen Blockchain herausbilden.

MEFFERT Die Welten werden sich auch ein wenig überlappen. Unklar, was sich am Ende durchsetzen wird; zumal wir davon ausgehen müssen, dass auch institutionelle Anleger native Kryptowerte haben werden, und die laufen nun mal nur auf den Public-Netzen. Wir müssen als Abwickler mit beiden Welten agieren können. Die Steuergesetzgebung ist beispielsweise Länderhoheit, und jeder Registerführer muss die länderspezifischen steuerlichen Aspekte genau betrachten.

Es wird auch keinen Anbieter geben, der alle Länderspezifika umfänglich in allen relevanten Ländern abdeckt, sondern wir werden unsere Infrastruktur so aufbauen müssen, dass wir möglichst flexi-



MARION SPIELMANN

» Wir kommen jetzt in einen hybriden Zustand. Die Kunden werden traditionelle Wertpapiere haben – und sie werden Kryptowertpapiere haben. ... Die Aufgabe ist, mein traditionelles Geschäft auf die Blockchain zu bringen, und zwar effizient und kostengünstig. «

Marion Spielmann, seit rund fünf Jahren Chief Operating Officer der Geschäftsfelder Kapitalmarkt und Finanzierungen der DekaBank Deutsche Girozentrale und damit auch Chef der Deka-Verwahrstelle in Frankfurt, verfügt über langjährige Erfahrungen im Kapitalmarkt- und Finanzierungsgeschäft. Bereits seit 2018 verantwortet sie auch den Aufbau von Infrastrukturlösungen für die Nutzung der Distributed Ledger-Technologie für das Kapitalmarktgeschäft und für die Verwahrstelle in der DekaBank.

Schon vor ihrer COO-Funktion hat sie für mehr als acht Jahre die Abteilung Support und Service

Kapitalmarkt in der DekaBank geleitet. Frühere Stationen Spielmanns sind The Royal Bank of Scotland und die Dresdner Bank.

Die **DekaBank** ist das Wertpapierhaus der Sparkassen und der Anbieter im Asset Servicing in der S-Finanzgruppe. Sie verwaltet für ihre Kunden Total Assets in Höhe von mehr als 400 Milliarden Euro an den Standorten Frankfurt und Luxemburg. Die DekaBank sieht sich als Pionier für die Gestaltung einer DLT-basierten Wertpapierinfrastruktur. Sie ist Gründerin der SWIAT GmbH, einem Softwareentwickler und Blockchain-Betreiber mit Fokus auf regulatorischer Compliance, und die erste Bank in Deutschland, die sowohl die vollumfängliche Lizenz zur Kryptowertpapierregisterführung als auch die Kryptoverwahrlicenz erhielt. *BAZ*

» Neartime ist das Stichwort, und dann ist der Weg zur Blockchain nicht mehr so weit.«

HOLGER MEFFERT

bel an viele Netzwerke Anbindung finden. Das ist aber originäre Aufgabe der depotführenden Banken und Verwahrstellen. Geht der Investor den direkten Weg, so muss er die Aufwände selbst tragen. Zum Momentum: Selbst wenn wir in der nächsten Dekade einen signifikanten DLT-Anteil erleben, werden wir auch darüber hinaus noch eine hybride Welt sehen.

Stichwort Asset Safety und Infrastruktur der Anbieter, reicht ein gutes Label oder kommt es zu Verschiebungen?

EHLEN Die Sicherheit der Plattformen muss so hoch bemessen werden wie heute auch. Es ist für mich als vertrauensbildende Maßnahme unstrittig, dass systemrelevante Parteien mitspielen müssen. Es wird interessant zu beobachten sein, wie sich Zentralverwahrer hier positionieren, um ihren heutigen Status zu halten, bzw. wie sie den Weg zu digitalen Assets mitgestalten wollen. Intermediäre werden teilweise andere Aufgaben übernehmen – oder sie werden teilweise nicht mehr benötigt, sofern die Zukunft dann die Blockchain wäre. Auch bei den Custodians würde ich erwarten, dass bei den digitalen Assets hohe Investitionskosten am Anfang entstehen oder schon entstanden sind, die dann möglicherweise von eher niedrigeren, laufenden Erträgen begleitet werden. Sicher ein Spannungsfeld.

Besteht aufgrund der hohen Markteintrittshürden nicht die Gefahr einer Oligopolbildung auf Seiten der Anbieter von DLT-Infrastruktur?

SPIELMANN Ich denke nicht. Wenn man als Anbieter des Asset Servicing Teil der DLT-Infrastruktur sein will, dann ist der Prozess zwar umfangreich und mit größeren Investitionen verbunden, aber ich schätze, dass in fünf Jahren eine auskömmliche Anzahl von Anbietern im DLT-Themenspektrum etabliert ist.

MEFFERT Die Frage ist, möchte ich als Anbieter etwas mitgestalten? Neben der Technik und juristischen Sachverhalten ist diese Grundauffassung ganz wesentlich.

Thema Akzeptanz von DLT: Schafft sich ein entsprechendes Angebot seine Nachfrage?

EHLEN Gute Frage. Endanleger wollen meist nicht mit operativen Details und Problemen der Verwahrstelle konfrontiert werden. Wenn die Effekte gar nicht so groß werden, so stellt sich für mich die Frage, wo der Mehrwert aus Investorensicht ist. Die Vorteile sind mir klar – Wegfall von Intermediären, operationelle und kostenbezogene Vorteile. Diese Vorteile müssten sich dann aber in einer erhöhten Rendite einer DLT-Emission oder reduzierten Gebühren ausdrücken. Wenn beide Effekte nicht eintreten, dann frage ich mich, warum





sich die Banken seit Jahren mit dem Thema beschäftigen.

SPIELMANN Man braucht zweifelsohne die kritische Masse, damit genau diese Effekte eintreten. Der Markt ist insgesamt zögerlich. Das klassische Wertpapier hat funktionierende, traditionelle Prozesse. Nichtsdestotrotz werden wir die digitale Transformation auf der Wertpapierseite sehen. Wann dies für Sie als Investor substantiell wird, hängt von der Geschwindigkeit ab, mit der dies betrieben wird. Die Mehrwertfrage für Investoren sehe ich außerhalb des traditionellen Wertpapiergeschäftes, also bei Alternatives und entsprechender Tokenisierung von Vermögensgegenständen. Kleinere Losgrößen, höhere Liquidität und Übertragbarkeit sind die Effekte.

EHLEN Da bin ich vollkommen bei Ihnen, aber das wäre dann eher eine Nische. Die bisherigen Testfälle, die ich gesehen habe, bilden keine Nischen ab, sondern eher die Möglichkeit, Emissionen etablierter Adressen über den breiten Kapitalmarkt zu platzieren.

MEFFERT Da schließt sich ein wenig der Kreis. Es gibt kein Entweder-oder. Es

ist kein Zufall, dass eine Deka und eine DZ Bank sich mehr dafür interessieren als vielleicht andere Banken. Beide sind auch große Emittenten. Die DLT bildet Vorteile im kompletten Lebenszyklus, so dass Institute, die tiefer in der Kette sind, mehr Vorteile heben – und diese an den Kunden weitergeben können. Vorteile werden sich erst im großen Bild zeigen. Jedes Puzzle-Steinchen für sich wird schwierig. Das Gesamt-Puzzle kann funktionieren. Aber ob das funktioniert, können wir erst dann bewerten, wenn wir genügend Teile auf dem Tisch liegen haben, um zu sehen, wie das Bild als Ganzes wirkt. Ohne weiter zu puzzeln, werde ich es nicht feststellen.

Die Erhöhung von STP-Raten durch SWIFT-Standards oder BVI-Sheet hat ja auch Dekaden gebraucht, warum soll es hier schneller gehen?

SPIELMANN Bedenken Sie: Die Entwicklungszyklen sind insgesamt viel schneller geworden, und man kann aus der Vergangenheit lernen und Dinge schnell adaptieren, die gut gelaufen sind.

MEFFERT Für die Umstellung des Settlement-Zyklus auf T+1 haben wir rund zweieinhalb Jahre Zeit; die Amerikaner haben schon angekündigt, dass T+1 nur

der Zwischenschritt zu T+0 sein wird. Die große Preisfrage ist nun, was jetzt schon prozessual diesbezüglich aufgegleist werden kann. Die Umstellung von täglichen Batch-Prozessen auf zweimal täglich bringt keine wesentlichen Vorteile mit sich. Neartime ist das Stichwort, und dann ist der Weg zur Blockchain auf einmal nicht mehr ganz so weit. Das wird einiges an Infrastrukturänderungen notwendig machen, da sind wir in Europa komplexer aufgestellt als der amerikanische Markt. Da kommen am Ende auch Themen wie das Anteilscheingeschäft für Kapitalverwaltungsgesellschaften auf den Tisch, wo wir heute oft T+3 haben. Mit Blockchain T+3 zu setteln, ist witzlos. Also wird es dort Veränderungen geben, die auch in Richtung DLT schon nutzbar sind.

EHLEN Es wäre perspektivisch zu begrüßen, wenn es einen globalen, einheitlichen Settlement-Zyklus gibt.

SPIELMANN Die spannende Frage ist natürlich, dann das Fremdwährungsthema und die entsprechenden Cut-off-Zeiten zu harmonisieren sowie alles miteinander systemisch zu verbinden.

» Wir benötigen eine gemeinsame Ausrichtung in der Industrie, damit ein Leitbild geschaffen wird. «

MARION SPIELMANN



Alle Fotos: Caroline Gerst, Köln.

Zum Schluss Größenordnungen: 2021 haben die in der EU ansässigen Zentralverwahrer knapp 1,3 Quadrillionen Wertpapiertransaktionen verarbeitet. Wir sind also 25-stellig. Die Anzahl der durchgeführten Trials und Experimente mit der Trigger Solution der Bundesbank liegt im mittleren zweistelligen Bereich. Klingt lange, bis alles auf einer DLT-Infrastruktur läuft, aber ...

EHLEN ... es ist eine Frage der Perspektive und des Zeithorizontes.

MEFFERT ... und mit jedem Puzzle-Teilchen sollte das Bild klarer werden und vielleicht doch schneller mehr Partner zum Mitpuzzeln anregen.

SPIELMANN Wir arbeiten mit Hochdruck daran; und wenn der Stein erst ins Rollen kommt, wird das Volumen der Kryptowertpapiere rasant wachsen. **TacAd**

**» Als vertrauens-
bildende Maßnahme
müssen system-
relevante Parteien
mitspielen. «**

KARSTEN EHLEN

TACTICAL ADVANTAGE

Volume 16 | Mai 2025

LEITER^{bAV}

Herausgeber, Chefredakteur und v.i.S.d.P. und gem. § 18 Abs. 2 MStV sowie verantwortlich für den Vertrieb: Pascal Bazzazi
Prenzlauer Allee 216, D-10405 Berlin

KONTAKT

TEL +49 178 / 660 0130
MAIL Redaktion@LbAV.de
WEB www.LEITERbAV.de

UST-ID DE 275337140

FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

FREIE REDAKTEURE

Detlef Pohl, Berlin

GESTALTUNG UND SATZ

Hartmut Friedrich-Pfefferkorn, Dresden
MAIL mail@hartmutfriedrich.com

AUTORENZEICHNUNGEN

Jacopo Pfrang, Berlin

FOTOS »INSIDE TECH«

Caroline Gerst, Köln

FOTOS »MENSCHEN TO MENTION«

Hans Scherhauser, Berlin

DRUCKEREI

Buch- und Offsetdruckerei H. Heenemann GmbH & Co. KG
Bessemersstraße 83-91, D-12103 Berlin

PAPIER

INNENTEIL MagnoVolume, 150 g/m², 1,1-faches Vol.
UMSCHLAG MagnoVolume, 300 g/m², 1,1-faches Vol.

SCHRIFTEN

Ringside Compressed, Hoefler & Co. | GT Sectra Text, Grillitype |
Handelson Two, Mika Melvas

AUFLAGE

1.500 Exemplare

SCHUTZGEBÜHR

Das Magazin kann – sofern noch verfügbar – gegen eine Schutzgebühr von 50,- € zzgl. Versandkosten bei dem Herausgeber nachbestellt werden (freibleibend).

NUTZUNGSBEDINGUNGEN & DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN

LEITER^{bAV}, PENSIONS INDUSTRIES, ALTERNATIVES INDUSTRIES und *Tactical Advantage* sind Medien von Pascal Bazzazi (PB).

LEITER^{bAV} wie auch dieses Werk richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei

Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu. LEITER^{bAV} (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn LEITER^{bAV} (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Dieses Werk und seine gesamten Inhalte und Werbeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Werkes in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart.

Alle Medien von LEITER^{bAV} bemühen sich um diskriminierungsfreie Sprache (bspw. durch den grundsätzlichen Verzicht auf Anreden wie »Herr« und »Frau« auch in Interviews).

Dies muss jedoch im Einklang stehen mit der pragmatischen Anforderung der Lesbarkeit als auch der Tradition der althergebrachten Sprache. Gegenwärtig zu beobachtende, oft auf Satzzeichen (»Mitarbeiter:innen«) oder Partizipalkonstruktionen (»Mitarbeitende«) basierende Hilfskonstruktionen, die sämtlich nicht ausgereift erscheinen und dann meist auch nur teilweise durchgehalten werden (»Arbeitgeber«), finden entsprechend auf LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* nicht statt. Grundsätzlich gilt, dass sich durch LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* alle Geschlechter gleichermaßen angesprochen fühlen sollen und der generische Maskulin aus pragmatischen Gründen genutzt wird, aber als geschlechterübergreifend verstanden werden soll. Dr.-Titel finden in der *Tactical Advantage* keine Verwendung.

COPYRIGHT

© 2025 Pascal Bazzazi – LEITER^{bAV} – Die in diesem Werk veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

ISSN

2628-7390

ALTERNATIVES INDUSTRIES

DIE NEUE DEUTSCHE NEWS-PLATTFORM FÜR PRIVATE MARKETS UND ALTERNATIVES!





ENERGY
INFRASTRUCTURE
PARTNERS

Alpiq Wasserkraftwerk
Grande Dixence 1955

75 JAHRE GRANDE DIXENCE

Pioniergeist

Vor 75 Jahren bewies eine Generation
mit dem Bau des Schweizer Wasser-
kraftwerks Grande Dixence Weitblick.
Heute sind wir dran.



Lesen Sie alles zu zukunftsorientierten
Anlagen in Energieinfrastruktur auf
unserer Webseite.

Zürich | Luxemburg | Frankfurt am Main