

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

79. Jahrgang · 15. September 2026

18-2026

Digitaler
Sonderdruck

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

Künstliche Intelligenz –

Wem gehören die Produktivitätsgewinne?

Sicherheit von KI-Agenten

Nicht aktiv oder passiv, sondern resilient

Karen Armenakyan

Karen Armenakyan

Nicht aktiv oder passiv, sondern resilient

Die eigentliche Herausforderung besteht heute nicht allein darin, die nächsten Marktbewegungen möglichst treffsicher vorherzusagen. Entscheidend ist vielmehr, die Prognosen in konsistente Anlageentscheidungen zu übersetzen und unter dauerhaft unsicheren Rahmenbedingungen diszipliniert umzusetzen. Für institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke und Stiftungen gewinnen deshalb robuste Investmentprozes-

Economic Report 2026 das Bild einer Weltwirtschaft, die sich trotz ihrer Widerstandsfähigkeit mit wachsenden Risiken konfrontiert sieht. Geopolitische Spannungen, handelspolitische Unsicherheiten sowie zunehmende finanzielle und fiskalische Störanfälligkeiten belasten die Wachstumsaussichten. Zudem warnt die BIZ, dass höhere Handelsbarrieren und wiederkehrende Angebotsschocks die Risiken einer anhaltenden Inflation erhöhen und die

und abrupte Marktanpassungen auslösen können. Die Annahme stabiler Risikoprämien, verlässlicher Marktbeziehungen und jederzeit ausreichender Liquidität muss vor diesem Hintergrund zunehmend kritisch hinterfragt werden.

Vom Effizienz- zum Resilienzparadigma

Die finanzmarktbezogenen Risiken werden durch das makroökonomische Umfeld zusätzlich verstärkt. Der OECD Economic Outlook 2026 warnt vor anhaltenden Preisrisiken infolge geopolitischer Spannungen, handelspolitischer Konflikte und einer erhöhten politischen Unsicherheit. Für institutionelle Anleger bedeutet das, dass sie sich auf ein Umfeld einstellen müssen, in dem Inflation, Zinsen und Wachstum deutlich weniger berechenbar sind. Damit gewinnen robuste Szenarioanalysen und eine widerstandsfähige Portfolioarchitektur an Bedeutung, die auch unter unterschiedlichen Inflations- und Zinsentwicklungen tragfähig bleibt.

Die eigentliche Zäsur liegt deshalb weniger in einzelnen geopolitischen Ereignissen als in den strukturellen Veränderungen, die sie für Wirtschaft und Kapitalmärkte auslösen. Mit der zunehmenden Fragmentierung der Weltwirtschaft verändern sich Lieferketten, Handelsbeziehungen und Investitionsströme. Sicherheit und Resilienz gewinnen gegenüber reiner Effizienz an Bedeutung – mit Auswirkungen auf Wachstum, Inflation und Kapitalmärkte.

„Der IWF macht deutlich, dass geopolitische Schocks Verwundbarkeiten im Finanzsystem verstärken.“

se, klare Governance-Strukturen und ein konsequentes Risikomanagement an Bedeutung.

Sie schaffen die Grundlage dafür, Portfolios nicht nur effizient, sondern auch widerstandsfähig gegenüber strukturellen Veränderungen auszurichten. Nötig ist das umso mehr in einem Kapitalmarktumfeld, das nicht nur von geopolitischen Risiken geprägt ist, sondern auch von einer hohen Konzentration der vom KI-Boom getriebenen Mega Caps, steigenden Anforderungen an die Risikodiversifikation und einer wachsenden Bedeutung aktiver Liquiditäts- und Risikosteuerung.

Neues Marktregime erfordert neue Antworten

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zeichnet in ihrem Annual

Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft zunehmend belasten.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) ergänzt diese Diagnose im aktuellen Global Financial Stability Report um die Perspektive der Finanzstabilität. Der Krieg im Nahen Osten verdeutlicht nach Einschätzung des IWF, wie geopolitische Konflikte durch steigende Energiepreise, erneuten Inflationsdruck und verschärfte Finanzierungsbedingungen unmittelbar auf die Kapitalmärkte wirken können. Damit sind die Risiken für die Finanzstabilität infolge der Eskalation erhöht, auch wenn die Finanzmärkte bislang insgesamt geordnet geblieben sind.

Für institutionelle Portfolios ergibt sich daraus weit mehr als nur eine höhere Volatilität: Der IWF macht deutlich, dass geopolitische Schocks Verwundbarkeiten im Finanzsystem verstärken

Gleichzeitig nehmen geopolitische und geoökonomische Risiken stärker Einfluss auf Investitionsentscheidungen und Kapitalströme. Damit verändern sich auch die Anforderungen an die strategische Portfoliosteuerung: Langfristige Annahmen über Marktumfeld, Risikoprämien und Diversifikation müssen regelmäßig überprüft und Portfolios auf unterschiedliche makroökonomische Szenarien ausgerichtet werden.

Warum passive ETFs so erfolgreich wurden

In den vergangenen Jahren haben sich für institutionelle Investoren unterschiedliche Anlagevehikel und Umsetzungsstrategien etabliert, darunter ETFs, Separate Accounts, Hedgefonds, Private-Equity-Strukturen oder Liability-Driven-Investing-(LDI)-Ansätze. Es stellt sich die Frage, ob diese im veränderten Marktumfeld nach wie vor uneingeschränkt geeignet sind. Dies gilt insbesondere für die Wahl zwischen aktiven und passiven Anlagestrategien. Die entscheidende Frage lautet heute nicht mehr allein, welcher Ansatz Kostenvorteile bietet. Entscheidend ist vielmehr, welcher unter veränderten Marktbedingungen einen nachhaltigen Beitrag zu Liquidität, Stabilität und einer robusten Portfoliosteuerung leisten kann.

Passive ETFs haben sich als Baustein institutioneller Portfolios etabliert. Niedrige Kosten, hohe Transparenz, einfache Handelbarkeit und eine effiziente Möglichkeit, direkten Marktzugang zu erhalten, machen sie insbesondere in liquiden Standardmärkten zu einem Instrument für den effizienten Portfolioaufbau. Passive ETFs reduzieren zudem das sogenannte Manager-Risiko: Sie bilden einen klar definierten Index ab und sind damit nicht von der Qualität einzelner Managemententscheidungen abhängig. Für viele Anleger schafft das Planungssicherheit und reduziert Komplexität.

Damit liegen die Stärken passiver ETFs vor allem dort, wo Märkte effizient sind und eine breite Marktabdeckung im Vordergrund steht. Das neue Markt-

game verändert jedoch die Anforderungen an Resilienz und Risikosteuerung.

Bedeutung von Resilienz in der Geldanlage

Resilienz ist mehr als die Fähigkeit, langfristig eine gute Durchschnittsrendite auszuweisen. Resiliente Portfolios sollen ihre Funktion auch dann erfüllen, wenn Märkte unter Stress geraten, sich Korrelationen und die Erträge einzelner Bausteine verschieben. Der Umgang mit Drawdowns, die Kontrolle von Volatilität, die Liquidität in Stressphasen, die Fähigkeit zur Anpassung sowie ein robustes Risikomanagement sind dafür elementar.

Resilienz im Portfolio zeigt sich deshalb nicht im ruhigen Marktumfeld, sondern beweist sich erst in einer Krise. Hält es Liquidität vor? Sind die Risikobudgets nachvollziehbar verteilt? Gibt es klare Eskalationsmechanismen, also Entscheidungs- und Verantwortungsstrukturen für Phasen erhöhter Marktunsicherheit? Werden Anlageannahmen regelmäßig überprüft? Und ist die Governance so angelegt, dass trotz starker Marktbewegung das Portfolio weiterhin mit ruhiger Hand gesteuert werden kann?

Genau hier liegt der Übergang vom Produktdenken zur Prozessqualität. Nicht die Hülle eines Instruments entscheidet über die Widerstandsfähigkeit eines Portfolios, sondern die Art und Weise, wie es in einen professionellen Entscheidungs- und Steuerungsprozess eingebettet ist.

Grenzen der passiven Strategien

Passive Strategien stoßen dort an Grenzen, wo Märkte nicht mehr nur breit und divers, sondern zunehmend konzentriert, fragil oder ineffizient sind. Gerade in Phasen, in denen wenige große Titel einen erheblichen Teil der Indexperformance prägen, können passive Indexanleger Konzentrationsrisiken stärker ausgesetzt sein, als es der Blick auf das Gesamtprodukt vermuten lässt.



Foto: LBBW Asset Management

Karen Armenakyan



Vorsitzender der Geschäftsführung, LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH, Stuttgart

Geopolitische Fragmentierung, strukturell höhere Inflation und wachsende Marktkonzentration durch KI-getriebene Mega Caps verändern die Anforderungen an institutionelle Portfolios grundlegend. Das Effizienzparadigma der vergangenen Jahre – geprägt von stabilen Risikoprämien, verlässlichen Diversifikationseffekten und kostengünstigen passiven Strategien – stößt in diesem Umfeld an strukturelle Grenzen. Der Beitrag argumentiert, dass die eigentliche Zäsur nicht in einzelnen Marktereignissen liegt, sondern in der veränderten Anforderung an Resilienz: Portfolios müssen ihre Funktion auch dann erfüllen, wenn Korrelationen brechen, Liquidität knapp wird und Risikobudgets unter Druck geraten. Die Debatte aktiv versus passiv wird dabei neu eingeordnet – nicht als Grundsatzentscheidung, sondern als instrumentelle Frage je nach Marktumfeld, Anlageziel und Risikoprofil. Aktive ETFs werden als wachsendes Segment zwischen beiden Welten beleuchtet. Die zentrale Erkenntnis: Resilienz entsteht nicht im Produkt, sondern in der Qualität des Investmentprozesses, der Governance und des Risikomanagements. (Red.)

Passive Strategien sehen keine taktischen Anpassungen vor, um in Phasen erhöhter Unsicherheit Risiken gezielt zu reduzieren oder Liquiditätsreserven für veränderte Marktbedingungen beziehungsweise spätere Investitionschancen aufzubauen.

Ebenso wenig unterscheiden sie zwischen günstig und hoch bewerteten Unternehmen. Sind Titel aufgrund ihrer

märkten erfüllen. Wer diese Perspektive einnimmt, verlässt das Lagerdenken und richtet den Blick auf die eigentliche Fra-

setzung sich nach der Verschuldung richtet. Die Frage stellt sich jedoch, ob es zielführend ist, dem größten Schuldner das größte Vertrauen zu schenken oder ob in solchen Märkten Analysequalität, Selektionsfähigkeit und das aktive Management von Duration, Kreditrisiken und Liquidität einen deutlichen Mehrwert bieten können.

„Aktives Management bedeutet nicht, in jeder Marktbewegung sofort überstürzt zu handeln.“

hohen Marktkapitalisierung stark im Index gewichtet, werden sie unabhängig von ihrem Bewertungsniveau gehalten oder nachgekauft. Damit steigen in Phasen hoher Bewertungen auch die Risiken entsprechender Kurskorrekturen, ohne dass der Index dieser Entwicklung aktiv entgegenwirken kann.

Die entscheidende Frage lautet daher nicht aktiv oder passiv, sondern wofür welcher Ansatz eingesetzt wird. Passive Strategien eignen sich insbesondere für liquide und effiziente Standardmärkte. Geht es dagegen um Indizes mit ausgeprägten Konzentrationsrisiken, Marktphasen mit überlagernden Krisen oder Anlagestrategien, bei denen Risikomanagement und Titelselektion einen höheren Stellenwert haben – etwa bei Emerging Markets, Themenfonds oder in Anleihemärkten –, kann aktives Management zusätzlichen Mehrwert schaffen.

Aktives Management neu gedacht

Allerdings bedeutet aktives Management nicht, in jeder Marktbewegung sofort überstürzt zu handeln. Es bedeutet, Entwicklungen rational einzuordnen, Annahmen regelmäßig zu überprüfen und Risiken konsequent zu steuern. Gerade dadurch verändert sich auch der Blick auf die Debatte über aktives und passives Investieren. Sie ist weniger eine Grundsatzentscheidung als die Frage, welcher Ansatz unter welchen Marktbedingungen welchen Beitrag zur Erreichung der Anlageziele leisten kann. Das CFA Institute kommt in einer 2025 veröffentlichten Analyse zu dem Schluss, dass aktives und passives Investieren keine Gegensätze sind, sondern unterschiedliche, sich ergänzende Funktionen für die Effizienz und Kapitalallokation an den Kapital-

ge: Welchen Beitrag leistet ein Instrument zur Erreichung der Anlageziele und zur Resilienz des Gesamtportfolios?

Für institutionelle Investoren rückt dabei ein weiterer Aspekt in den Vordergrund: Aktives Management erschöpft sich nicht im Ziel einer Outperformance. In einem professionellen Kontext steht es vor allem für die systematische Steuerung von Risiken, fundierte Szenarioanalysen und die Fähigkeit, Unsicherheit in nachvollziehbare Anlageentscheidungen zu übersetzen. Voraussetzung dafür sind belastbare Governance-Strukturen mit klar definierten Verantwortlichkeiten, Entscheidungsprozessen und Anlage Richtlinien.

Das CFA Institute hebt die zentrale Bedeutung einer klaren Investment Governance und disziplinierter Entscheidungsprozesse für institutionelle Portfolios hervor. Genau in diesem Zusammenspiel aus Governance, klaren Verantwortlichkeiten und disziplinierten Entscheidungsprozessen entsteht die Grundlage für resiliente Portfolios.

Resilienz ist eine Frage des Investmentprozesses

Diese Prozessqualität entscheidet auch darüber, wo aktives Management zusätzlichen Mehrwert schaffen kann. Das

Aktives Management entfaltet seinen Mehrwert durch rationale Einordnung, klare Entscheidungen und konsequentes Risikomanagement. Gerade in einem Umfeld, in dem geopolitische Schocks, höhere Volatilität und strukturell veränderte Renditepfade gleichzeitig wirken, wird diese Form von Disziplin zur eigentlichen Kernkompetenz.

Das gilt nicht nur in Krisen, sondern auch in Phasen, in denen neue Markttrends als alternativlos erscheinen. KI-Hype, Megatrend-Narrative oder schnelle Themenrotationen können die Aufmerksamkeit lenken, sagen aber wenig darüber aus, ob ein Portfolio für den Zyklus robust aufgestellt ist. Gerade dann zeigt sich die Qualität eines belastbaren Investmentprozesses.

Die neue Mitte: aktive ETFs

Die veränderten Anforderungen an Resilienz und Risikosteuerung spiegeln sich bereits in der Produktwelt wider: Die Dynamik im Markt für aktive ETFs zeigt, dass sich die Branche nicht von aktiv gemanagten Lösungen entfernt, sondern nach neuen Wegen sucht, aktives Management bestmöglich umzusetzen und für jedermann zugänglich zu machen. Morningstar dokumentiert den starken Zuwachs dieser Produktkategorie: Das Vermögen aktiver ETFs in Europa hat

„Das Vermögen aktiver ETFs in Europa hat sich innerhalb von zwei Jahren bis Ende 2025 nahezu verdreifacht.“

gilt insbesondere dort, wo Märkte weniger effizient sind. So sind Anleiheindizes so konzipiert, dass die Indexzusammen-

sich innerhalb von zwei Jahren bis Ende 2025 auf 78,4 Milliarden Euro nahezu verdreifacht. Im ersten Quartal 2026



stieg es weiter auf 85,6 Milliarden Euro. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate aktiver UCITS ETFs in den vergangenen fünf Jahren liegt bei 46 Prozent. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass die Kombination aus ETF-Hülle und aktivem Management für viele Anleger eine attraktive Verbindung aus

- Zweitens müssen Governance und Verantwortlichkeiten so organisiert sein, dass Marktveränderungen nicht zu hektischen Richtungswechseln führen.
- Drittens sollten Risikoüberwachung, Liquiditätssteuerung und strategische

„Passive ETFs bleiben für viele institutionelle Anleger ein sinnvoller Basisbaustein.“

Transparenz, Handelbarkeit und aktiver Steuerung darstellt.

Einen aktiven ETF kann man deswegen mit einem technologischen Fortschritt in der Fondsindustrie vergleichen. Die gesamte Technologie der ETF-Hülle im Hintergrund ermöglicht es, attraktive Gebühren zu realisieren, den Handel effizient zu gestalten, Transparenz herzustellen, jederzeit zu wissen, was sich im Portfolio befindet sowie gewisse steuerliche Effekte zu nutzen. Die aktive Strategie wird durch den Mantel zusätzlich technologisch optimiert. Dieser Fortschritt verbunden mit der Möglichkeit, Bewertungen, Risiken und Marktveränderungen aktiv zu berücksichtigen, macht die Fondshülle sehr attraktiv.

Implikationen für Spezialfonds und institutionelle Anleger

Für die Zukunft institutioneller Kapitalanlage ist das ein wichtiges Signal: Die Branche bewegt sich nicht weg von passiven oder aktiven Bausteinen, sondern hin zu einer intelligenteren Kombination unterschiedlicher Instrumente. Aktive ETFs erweitern die Werkzeugkiste um eine moderne, liquide und oft effizientere Form aktiver Steuerung.

Für Spezialfonds und andere institutionelle Vehikel folgen daraus konkrete Anforderungen:

- Erstens braucht es eine klare Definition des Anlageziels und der zulässigen Risikobudgets.

Assetallokation nicht getrennt voneinander betrachtet werden, sondern als Bestandteile eines integrierten Entscheidungsprozesses.

Resilienz entsteht im Prozess, nicht im Reflex

Die zentrale Lehre aus dem neuen Marktumfeld lautet daher, dass keine finale Wahl zwischen aktivem oder passivem Investieren getroffen werden muss. Entscheidend ist vielmehr, welcher Ansatz für welches Anlageziel den größten Beitrag zu Stabilität, Risiko-Steuerung und langfristigem Anlageerfolg leisten kann. In einer Welt, die von geopolitischer Fragmentierung, strukturell höherer Inflation und häufigeren Marktverwerfungen geprägt ist, wird die Qualität des Investmentprozesses zum entscheidenden Erfolgsfaktor.

Passive ETFs bleiben für viele institutionelle Anleger ein sinnvoller Basisbaustein. Wer darüber hinaus Resilienz, eine aktive Risikosteuerung oder zusätzliche Chancen in weniger effizienten Marktsegmenten sucht, kann durch aktives Management zusätzlichen Mehrwert erzielen. Die Entscheidung sollte sich daher nicht allein an den Kosten orientieren, sondern auch an der Umsetzung der Strategie, am Anlageziel, Marktsegment und Risiko-profil. Am Ende entscheidet nicht das einzelne Produkt, sondern die Qualität des Investmentprozesses darüber, wie resilient ein Portfolio tatsächlich ist.
