

White Paper Risikomanagement 2025

Erträge sichern, Risiken reduzieren: Alternative Investments in der Strategischen Asset Allocation

Philipp Brugger, Sébastien Doisy, Olaf Janßen,
Lukas Scherer, Oleg Symonchuk, Kai Trageser

Management Summary

Alternative Investments verbessern die Eigenschaften von Multi-Asset-Portfolios – sowohl mit Blick auf die Rendite als auch auf das Risiko. Dieser Befund gilt für Investoren mit hohen Freiheitsgraden ebenso wie für jene mit stärkeren Anlagerestriktionen.

Grundlage für diese positive Portfoliowirkung ist die strukturelle Unterstützung, die Alternative Investments (AIs) seit einigen Jahren erfahren. Sie profitieren von einem Rückenwind aus makro- und marktspezifischen Faktoren, der auch in den kommenden Jahren anhalten dürfte.

Für die Konstruktion effizienter Multi-Asset-Portfolios inklusive Alternativer Investments sind valide Return- und Risikokennzahlen essenziell. Um diese abzubilden, haben wir verschiedene Bewertungs- und Prämienansätze zu einem proprietären Modell zusammengefügt, das die speziellen Charakteristika der Alternativen Investments reflektiert. Das Ergebnis: Wir erwarten je nach Anlageklasse für die kommenden zehn Jahre einen durchschnittlichen jährlichen Ertrag zwischen sieben und fast zwölf Prozent. Das entspricht teilweise deutlichen Prämien gegenüber vergleichbaren liquiden Anlagen.

Auf dieser umfangreichen analytischen Basis haben wir verschiedene Portfolios modelliert:

Alternative Investments finden dabei mit fast 17 Prozent Einzug in das Multi-Asset-Portfolio eines Investors mit nur moderaten regulatorischen Einschränkungen (wie etwa aus dem Private Wealth Management). Doch auch Kunden mit starken Restriktionen können von den Vorteilen profitieren. Das zeigen wir anhand eines beispielhaften Portfolios von Kreditinstituten, in dem wir zusätzlich Obergrenzen für den Value at Risk und die KSA-Gewichte berücksichtigen. Dabei werden immer noch rund vier Prozent Alternative Investments allokiert. Auch aufgrund seines höheren Anleiheanteils ist das Portfolio zwar defensiver ausgerichtet als das Portfolio mit mehr Freiheitsgraden. Dennoch hat es vergleichbar attraktive Rendite-Risiko-Eigenschaften.

In unserer Analyse haben wir damit das Rahmenwerk entwickelt, um investorspezifische Vorgaben in jeweils optimale Portfoliovorschläge zu überführen und so Alternative Investments systematisch in die Strategische Asset Allocation zu integrieren. Wichtige Erkenntnis: Eine einfache Markowitz-Optimierung ist nicht ausreichend. Vielmehr muss der Komplexität der Anlageklasse auch mit einem anspruchsvolleren Analyse- und Optimierungsrahmen Rechnung getragen werden. Gelingt dies, ist eine sinnvolle Integration von AIs in das Portfolio möglich – und für Investoren lohnenswert.

Die Autoren des White Papers Risikomanagement 2025



Philipp Brugger

Senior Investment Advisor
bei Union Investment



Sébastien Doisy

Senior Quantitativer Analyst
bei Union Investment



Olaf Janßen

Leiter Immobilienresearch
bei Union Investment



Lukas Scherer

Portfolio Manager
bei Union Investment



Oleg Symonchuk

Senior Portfolio Manager
bei Union Investment



Kai Trageser

Portfolio Manager
bei Union Investment

Redaktion



Janis Blaum

Senior-Spezialist Finanz-
kommunikation bei
Union Investment



Christopher Krämer

Spezialist Finanz-
kommunikation bei
Union Investment

Für weitere Informationen und Rückfragen zu dieser Publikation schreiben Sie uns gerne unter
institutional@union-investment.de



zum Inhaltsverzeichnis

Inhalt

1	Einleitung	05
2	Alternative Investments: Einführung und Marktumfeld	07
2.1	Alternative Anlageklassen und Rahmen des White Papers	07
2.2	Investieren in Alternative Anlagen: Strukturelle und langfristige Faktoren	11
2.3	Aktuelles Umfeld und Wachstumsaussichten	16
3	Alternative Investments als zusätzlicher Baustein in der Strategischen Asset Allocation (SAA)	23
3.1	Vorteile der Integration von AIs in die Strategische Asset Allocation	23
3.2	Returneeigenschaften von Alternativen Investments	26
3.3	Risikoeigenschaften von Alternativen Investments	34
3.4	Alternative Investments im Portfolio: Auswirkungen und Konstruktion	41
3.5	Integration von Alternativen Investments: Praktische Aspekte der Umsetzung	54
4	Fazit	57

1 Einleitung

Alternative Investments boomen: Hatte der Gesamtmarkt im Jahr 2012 noch ein Volumen von rund vier Billionen US-Dollar, waren zuletzt mehr als 15 Billionen US-Dollar in Anlageklassen wie Private Equity, Private Debt sowie in „privaten“ Immobilien- und Infrastrukturanlagen investiert.

Dieses Wachstum spiegelt den enorm gestiegenen Kapitalbedarf wider, der auch aus den vielfältigen Umbrüchen unserer Zeit erwächst. In den vergangenen Jahren haben wir in mehreren White Papers die Great Transformation und den sie prägenden Großmachtwettbewerb in ihren Facetten und Ableitungen beschrieben.¹ Diese Blockbildung in der Welt geht mit der kapitalintensiven Neuordnung von Lieferketten einher. Ähnliche Implikationen hat die notwendige Dekarbonisierung der Wirtschaft. Aktuelle Entwicklungen wie die europäische und deutsche Investitionsoffensive erhöhen die Kapitalnachfrage weiter – auch aus privaten Quellen.

Darüber hinaus steigt der Bedarf an anderen Formen der Kapitalbeschaffung, weil Banken (vor allem aufgrund einer verschärften Regulierung) sich aus der Kreditfinanzierung von Unternehmen und Projekten zurückziehen. Zudem wächst der Anteil von Unternehmen, die nicht an der Börse notiert sind und sich vollständig über private Kapitalmärkte finanzieren.

Investoren können von diesen Entwicklungen profitieren, denn Alternative Investments (AIs) bieten verschiedene Vorteile: Sie gewähren auf der einen Seite Zugang zu teils innovativen Geschäftsmodellen und säkularen Trends wie Digitalisierung, Urbanisierung, Nachhaltigkeit und demografischem Wandel, die Investoren über öffentliche Märkte nicht in dem Maße erreichen können. Auf der anderen Seite liefern

sie wachsende und teilweise wenig korrelierte Performancebeiträge.

Doch die Integration von Alternativen Investments in die Strategische Asset Allocation (SAA) und damit die Kombination von privaten und nicht privaten Anlagen ist komplex: Die professionelle Allokation von Anlageklassen basiert auf Risiko-Ertrags-Profilen über bestimmte Zeiträume und damit zunächst einmal auf historischen Daten. Bei Alternativen Investments ist diese Datenverfügbarkeit aber lange eingeschränkt gewesen. Dies liegt zum einen in der Natur von nicht öffentlichen Anlagen, zum anderen sind die entsprechenden Anlageklassen zum Teil noch recht jung. Hinzu kommt, dass aufgrund der häufig unterschiedlichen Liquiditätseigenschaften von nicht privaten und privaten Investments eine systematische Portfoliooptimierung methodisch anspruchsvoll ist – etwa da taktische Überlegungen nur im liquiden Teil berücksichtigt werden können.

In der Praxis hat dies in den vergangenen Jahren dazu geführt, dass die Aufteilung institutioneller Vermögen auf nicht private und private Anlagen eher ad hoc vorgenommen wurde. Die Motivation dieses White Papers liegt somit darin, einen großen Schritt in Richtung einer systematischen Allokation zu machen, die sich an den etablierten Standards der Portfoliooptimierung orientiert. Basis dafür ist unter anderem die inzwischen bessere Datengrundlage.

¹ Die White Paper zu den Risikomanagement-Konferenzen der vergangenen Jahre finden sich hier: <https://institutional.union-investment.de/kompetenzen/ueberzeugungen/risikomanagement/white-paper-risikomanagement>



Die Leitfragen dieses White Papers sind deshalb: Wie lassen sich Alternative Investments systematisch in die SAA integrieren? Welche Wechselwirkungen bestehen mit anderen, liquideren Anlageklassen – vor allem in den Dimensionen Ertrag und Risiko? Und wie sehen vor diesem Hintergrund optimierte Musterportfolios für verschiedene Kundengruppen aus?

In Kapitel 2 setzen wir zunächst den Rahmen: Wie definieren wir Alternative Investments und auf welche Anlageklassen fokussieren wir uns im weiteren Verlauf? Wir legen die einzelnen Charakteristika der verschiedenen (Sub-)Anlageklassen dar und analysieren, was strukturell und langfristig für ein Investment in Als spricht. Ein Blick auf die Herausforderungen und das aktuelle Umfeld rundet das Kapitel ab.

Das Kapitel 3 bildet den Kern des White Papers. Hier arbeiten wir zunächst die Vorteile von Alternativen Investments als zusätzlichen Baustein in der SAA heraus. Wichtige Aspekte sind Diversifikation, Inflationsschutz und Ertragspotenziale sowie die besonderen Spezifika eines Investments in Als. Ein Schwerpunkt ist dann die analytische Herleitung und Modellierung von proprietären Ertragsprognosen und Risikokennzahlen für Alternative Investments. Wegen der zentralen Unterschiede zu traditionellen Anlageklassen wie Aktien und Anleihen erweitern wir dabei die aus öffentlichen Märkten bekannte Betrachtung um zusätzliche Perspektiven.

Die Ergebnisse unserer Analysen münden in optimierten Musterportfolios. Wir modellieren zum einen ein „Anker-Portfolio“, das das Mischportfolio eines beispielhaften institutionellen Investors um Alternative Investments ergänzt. Dabei zeigen wir, dass die Integration von Alternativen Investments die Risiko-Ertrags-Eigenschaften des Portfolios verbessert.

Das gilt auch dann, wenn wir schärfere regulatorische Vorgaben und damit stärkere Restriktionen in der Optimierung berücksichtigen. Denn auch im beispielhaften „Banken-Portfolio“ werden ausgewählte Alternative Investments allokiert und tragen damit zur Verbesserung von Risiko-Ertrags-Kennzahlen bei. Wir zeigen also: Alternative Investments bieten wertvolle Vorteile – und das nicht nur für Investoren, die hohe Freiheitsgrade nutzen können.



2 Alternative Investments: Einführung und Marktumfeld

Zu den Alternativen Investments (AIs) gehören im Allgemeinen jene Assets, die nicht zu den klassischen Anlageklassen und Finanzprodukten wie etwa Aktien und Anleihen zählen.

2.1 Alternative Anlageklassen und Rahmen des White Papers

Alternative Anlagen bilden ein breites Spektrum unterschiedlicher Anlagen ab – eine abschließende Definition gibt es bisher nicht. Sie umfassen eine Vielzahl von Assetklassen wie Private Equity, Private Debt, Hedgefonds, reale Assets (wie etwa Infrastruktur, Immobilien und Rohstoffe) und Kryptoassets mit jeweils einer Reihe von unterschiedlichen Subassetklassen.

Grob lassen sich Alternative Investments in zwei Gruppen einteilen: Die erste ist überwiegend illiquide, da sie an nicht öffentlichen (also privaten) Märkten gehandelt wird. Dazu zählt die private Finanzierung über Eigen- und Fremdkapital von Unternehmen (Private Equity, Private Debt) ebenso wie von Infrastruktur, Immobilien und Sachwerten wie Flugzeugen und Schiffen. Die andere Gruppe, wie etwa Rohstoffe und Kryptoassets, zeichnet sich durch – in Abstufungen – eine höhere Liquidität aus und ist zumeist (auch) an öffentlichen Märkten handelbar.

In diesem White Paper konzentrieren wir uns vor allem auf die erste Gruppe, also den illiquiden Teil der AIs. Das Ziel der Analyse: eine Erweiterung der Strategischen Asset Allocation aus traditionellen Assetklassen um eine Auswahl alternativer (illiquider) Assets.

Die folgenden Assetklassen stehen dabei im Fokus. Die Gründe für die Auswahl sind ihre vergleichsweise lange Historie und damit Etablierung am Markt, ihre relative Größe und ihr in Teilen starkes Wachstum.

Private Equity

Private Equity ist ein Sammelbegriff für verschiedene Arten von Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Dabei sammeln Private-Equity-Gesellschaften (PEG) Kapital von Investoren ein und bringen es in einen Investmentfonds ein. Die PEG agiert dabei als Investment Manager (auch General Partner, GP, genannt) und investiert das Kapital der Investoren (Limited Partners, LPs) in einzelne Unternehmen. Typischerweise verpflichten sich die Investoren auf ein bestimmtes Investmentvolumen, das aber zumeist nicht vollständig zu Beginn abgerufen wird. In den Auswahl- und Investitionsprozess greifen die Investoren in der Regel nicht ein. Sie sind aber verpflichtet, auf spätere Kapitalabrufe im Rahmen ihrer initialen Zusage zu reagieren und das angeforderte Geld in den Investmentfonds einzubringen.

In diesem White Paper beleuchten wir zwei Private-Equity-Subassetklassen (Strategien) genauer: Buyout und Venture Capital. Beim Buyout wird der Einsatz der Private-Equity-Gesellschaft häufig mithilfe von Fremdkapital „gehebelt“ („Leveraged Buyout“), womit die Renditeerwartungen (zumindest theoretisch) steigen. Gleichzeitig entsteht damit aber auch eine Abhängigkeit vom aktuellen Zinsniveau.

Bei den Investitionen strebt die PEG bei Buyouts zumeist eine Mehrheitsbeteiligung an.



Dies versetzt sie in die Lage, die Strategie des Unternehmens zu bestimmen. So kann sie operative Verbesserungen, Restrukturierungen oder auch strategische Neuausrichtungen anstoßen. Das Investitionsziel sind häufig etablierte Mittelständler, seltener auch größere Konzerne.

Im Unterschied dazu handelt es sich bei Venture Capital zumeist um Wagnis- oder Risikokapital, das PEGs in noch zu gründende oder Start-up-Unternehmen investieren. Häufig gehen sie dafür eine Minderheitsbeteiligung ein, die Gründer bleiben in solchen Fällen oft in der Geschäftsführung. Die Venture-Capital-Investoren bringen hingegen Management-Expertise in die Unternehmen ein, wie beispielsweise strategisches Wissen, Zugang zu Netzwerken und Mentoring.

Private Debt

Private Debt steht für eine spezielle Form der Fremdfinanzierung. Es handelt sich dabei um Kredite, die von Nichtbanken vergeben werden. Dies können etwa Investmentgesellschaften sein, aber auch Hedgefonds. Diese Kredite werden an öffentlichen Märkten weder emittiert noch gehandelt. Kreditnehmer können Unternehmen sein. Die Kredite dienen aber auch der Finanzierung von Infrastrukturprojekten, Immobilien und anderen Sachwerten. Sie können unterschiedlich ausgestaltet sein, sind aber in der Regel auf eine Endfälligkeit hin ausgerichtet – das heißt, der Kredit wird am Ende der Laufzeit vollständig (zuzüglich Zinsen) zurückgezahlt.

Zu Private Debt gehören verschiedene Subassetklassen wie etwa Structured Credit (Verbriefungen im weiteren Sinne) und Direct Lending. Structured-Credit-Investments weisen über Fondsvehikel zumindest eine gewisse Liquidität auf. In diesem White Paper konzentrieren wir uns aber auf illiquide Anlagen im Bereich Private Debt, also auf Direct Lending.

Direct-Lending-Kreditgeber vergeben eine Finanzierung an Unternehmen ohne die Beteiligung von Banken. In der Regel sind diese Kredite erstrangig besichert – im Falle eines Zahlungsausfalls hat der Kreditgeber Priorität bei der Verwertung der Sicherheit, die dem Kredit gegenübersteht. Dennoch haben die Kreditgeber ein großes Interesse daran, die Kreditwürdigkeit der Unternehmen zu prüfen. Dieser oft intensive Prozess wird häufig von spezialisierten Managern von Private-Debt-Fonds übernommen. Kreditnehmer im Direct-Lending-Markt sind oftmals mittelständische Unternehmen, die von Private-Equity-Gesellschaften gehalten werden. Diese Unternehmen nutzen die Mittel zum Beispiel für Wachstumsinitiativen, Restrukturierungen oder Übernahmen anderer Unternehmen.

Infrastruktur

Die private Finanzierung von Infrastrukturprojekten kann sowohl über Eigen- als auch über Fremdkapital erfolgen. In diesem White Paper fokussieren wir auf die Eigenkapitalseite (Infrastructure Equity), also letztlich den direkten (Teil-)Kauf von Infrastrukturprojekten oder der entsprechenden Projektgesellschaft.

Investitionen in Infrastrukturprojekte sind häufig kapitalintensiv, was eine hohe Markteintrittsbarriere darstellt. Sie sind zudem zweckgebunden, haben eine besonders lange Lebensdauer und finden oftmals innerhalb eines regulierten Rahmens statt, was stabile und in Teilen inflationsgebundene Renditen mit sich bringen kann.

Infrastrukturprojekte finden sich etwa in den folgenden, häufig essenziellen Bereichen. Die Projekte innerhalb der verschiedenen Sektoren unterscheiden sich auch in ihrem Rendite-Risiko-Profil:



- **Soziales** (Beispiele: Schulen, Krankenhäuser)
- **Energie und Strom** (erneuerbare Energien, Übertragung)
- **Abfall und Wasser** (Recycling, Wasserverteilung)
- **Transport** (Straßen und Schienen)
- **Digitales** (Rechenzentren, Glasfaser)

Investitionen in Fondsstrukturen sind sowohl in neue Projekte beziehungsweise Fonds (Primaries) als auch in bereits bestehende, etablierte Projekte und Fonds auf dem Sekundärmarkt (Secondaries) möglich. Dazu besteht die Möglichkeit des Co-Investments: Dies stellt eine gemeinsame Investition mit einem anderen Finanzakteur (zum Beispiel ein Private-Equity-Unternehmen) dar. Die Strategien haben unterschiedliche Eigenschaften und können je nach Ausrichtung des Investors verschiedene Vorteile mit Blick auf das jeweilige Rendite-Risiko-Profil bieten.

Immobilien

Im Rahmen dieses White Papers unterscheiden wir zwei verschiedene Typen von Immobilieninvestments: die sogenannten Evergreenfonds und die von uns als „Private Real Estate“ definierten, nicht gelisteten Immobilienvehikel.² Evergreenfonds unterliegen dabei der deutschen Regulatorik.³ Sie bieten für Investoren ein gut planbares Liquiditätsmanagement und erwirtschaften jährliche Ausschüttungen. Diese Fonds sind seit Langem ein fester Bestandteil der Portfolioallokationsempfehlung von Union Investment. Im Folgenden nutzen wir für sie den Begriff „Immobilien“ – sie kommen beispielsweise im sogenannten „Praxis-Portfolio“ zum Einsatz (siehe Abschnitt 3.4.1).

Im Vergleich mit den Evergreenfonds weisen Investments in „Private Real Estate“ ein höheres Returnprofil bei stärkerer Volatilität auf. Bei solchen Investments gibt es – analog zu den anderen Als (mehr Details dazu im nächsten Abschnitt) – oftmals eine Anlaufphase, in der das zugesagte Kapital erst schrittweise abgerufen und in Immobilienprojekte investiert wird. Gegen Ende der Laufzeit gibt es dann eine entsprechende Desinvestitionsphase, in der die Immobilien veräußert werden. Analog unterscheidet sich auch häufig das Auszahlungsprofil.

Die in unseren Musterportfolios verwendeten Private-Real-Estate-Investments decken ein breites Spektrum möglicher europäischer Immobilieninvestitionen ab. Sie unterliegen daher in vielen Fällen, im Vergleich zu deutschen Evergreenfonds, auch anderen gesetzlichen Regularien und Bewertungsvorschriften. Wir nutzen diese Private-Real-Estate-Fonds bei der Konstruktion des „Anker-Portfolios“ (siehe Kapitel 3.4.3), auch wenn sie im Folgenden nicht so intensiv besprochen werden wie die zuvor genannten Anlageklassen der Alternativen Investments. Des Weiteren verwenden wir im Rahmen dieses White Papers den Begriff Real Estate, der auch Immobilieninvestments außerhalb der beschriebenen Definitionen beinhaltet. Ein Überblick über aktuelle Immobilientrends findet sich im Exkurs Immobilien (siehe Kapitel 2.3).

Investitionslebenszyklus von Alternativen Investments

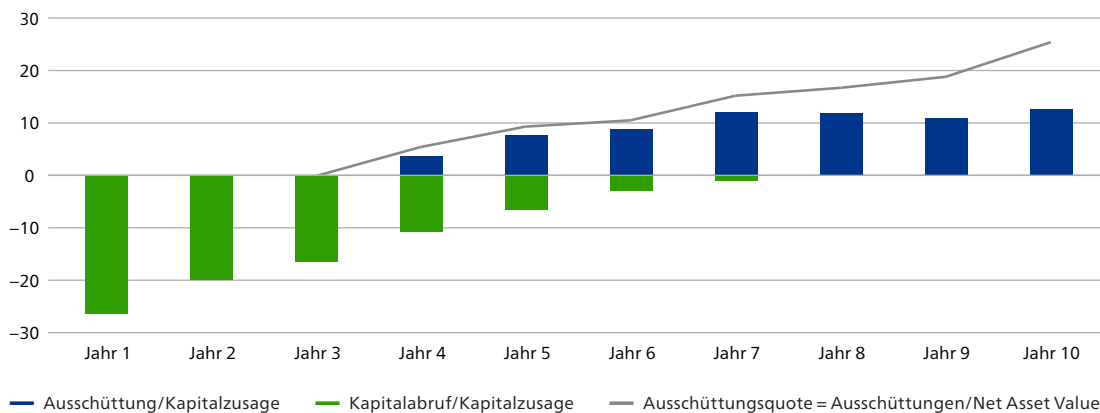
Auch wenn sich die Assetklassen in den Details unterscheiden, folgen doch die meisten Investitionen in illiquide Alternative Investments einem speziellen Lebenszyklusmodell (auch als

² Emittenten dieser Fonds sind Mitglieder der [INREV](#), des größten europäischen Interessenverbands von Investoren nicht gelisteter Immobilienvehikel.

³ Ein Beispiel dafür ist die Sachverständigenbewertung nach Immobilienwertermittlungsverordnung.

Abbildung 1 **Lebenszyklus von Alternativen Investments mit Besonderheiten****Cashflow-Profil eines beispielhaften Venture-Capital-Investments**

in Prozent



Quellen: MSCI, Union Investment. Stand: 5. September 2025.

sogenannte J-Kurve beschrieben). Es ist häufig dadurch charakterisiert, dass zunächst eine Kapitalzusage über einen bestimmten Maximalbetrag erfolgt („Commitment“). In der Folge wird der Betrag nach und nach abgerufen und in entsprechende Projekte investiert. Nach einigen Jahren (und teilweise noch parallel zum Kapitalabruf) beginnen die Ausschüttungen, die dann im weiteren Verlauf dominieren (siehe in Abbildung 1 beispielhaft für ein Venture-Capital-Investment).

Beispiel Infrastruktur: Zu Beginn sind bei solchen Projekten oft hohe Anfangsinvestitionen erforderlich, und es kann dauern, bis sie vollständig in Betrieb genommen werden und damit Einnahmen generieren. In dieser Phase entstehen häufig Verluste oder lediglich geringe Renditen, was zu einem Rückgang der anfänglichen Investitionsbewertung führen kann. Dieser Zeitraum entspricht dem absteigenden Teil der J-Kurve. Nach der Inbetriebnahme des Projekts und dem Beginn der Einnahmen kann die Rendite signifikant steigen – der aufsteigende Teil der J-Kurve. Im Idealfall erreicht die

Rendite dann ein Niveau, das die ursprüngliche Investition rechtfertigt und langfristiges Wachstum bietet.

Mit diesen Eigenschaften unterscheiden sich Alternative Investments fundamental von liquiden Investments, bei denen das Investment in der Regel einmalig und in vollem Umfang erfolgt, Ausschüttungen bereits ab dem ersten Jahr möglich sind und ein Verkauf jederzeit erfolgen kann.

Investitionen in illiquide Alternative Investments bringen damit häufig auch eine langfristige Kapitalbindung mit sich, deren Dauer sich allerdings mit Blick auf die einzelnen Subanlageklassen erheblich unterscheidet. Wir ermitteln die Kapitalbindungsdauer auf Basis der durchschnittlichen kapitalgewichteten Laufzeit für die einzelnen Subanlageklassen⁴ (Ergebnisse siehe Tabelle 1).

Insbesondere bei Infrastrukturinvestments sowie bei Venture-Capital-Investitionen ist die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer mit

⁴ Die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer ist ein Maß, das die durchschnittliche Zeit bis zur Rückzahlung des investierten Kapitals eines Investments angibt, gewichtet nach dem Barwert der einzelnen Zahlungsströme.

Tabelle 1

Subanlageklasse	Durchschnittliche Kapitalbindung (netto) in Jahren	Durchschnittliche kapitalgebundene Dauer der Ausschüttungen in Jahren
PE-Buyout	4,59	7,20
PE-Venture Capital	6,42	8,94
Infrastructure Equity	6,64	8,77
PD-Direct Lending	4,25	6,11

knapp neun Jahren für die aus dem Projekt erzielbaren Ausschüttungen hoch. Andere Anlageklassen wie etwa Direct Lending haben eine deutlich geringere Kapitalbindungsdauer. Dort ist das zugesagte Kapital bis zur (vollständigen) Rückzahlung des Fonds durchschnittlich nur sechs Jahre gebunden. Informationen zur

durchschnittlichen Kapitalbindungsdauer sind für Private Real Estate nicht verfügbar. Die durchschnittliche Laufzeit von geschlossenen Spezialfonds aus diesem Bereich liegt bei circa sieben bis zehn Jahren.

2.2 Investieren in Alternative Anlagen: Strukturelle und langfristige Faktoren

Der öffentliche und private Investitionsbedarf hat enorm zugenommen. Die Ursachen dafür liegen in Entwicklungen, die wir in den vergangenen Jahren in den White Papern Risikomanagement⁵ im Detail erläutert haben: Das Wirtschaftsregime der „Great Transformation“ hat spätestens mit der Coronapandemie und dem russischen Einmarsch in die Ukraine die zuvor Jahrzehnte andauernde „Great Moderation“ abgelöst. Die Great Transformation ist im Kern und über die Zyklen hinweg geprägt von einem höheren Wachstum, höheren Zinsen, einer höheren Inflation, aber auch einer gesteigerten Volatilität bei Makrovariablen am Kapitalmarkt. Im Gegensatz dazu war das Regime der Great Moderation durch moderates Wachstum, Disinflation und rückläufige und teils sogar negative Zinsen,

aber auch eine große Stabilität charakterisiert.⁶

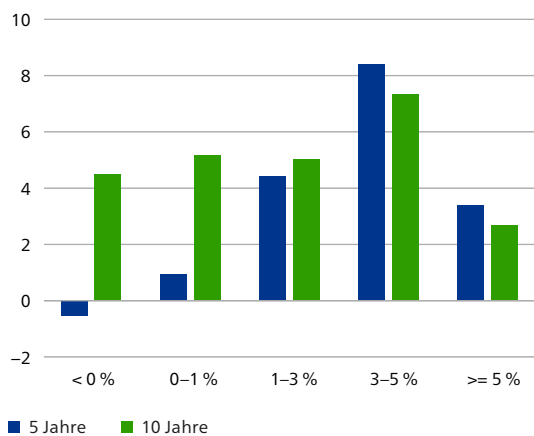
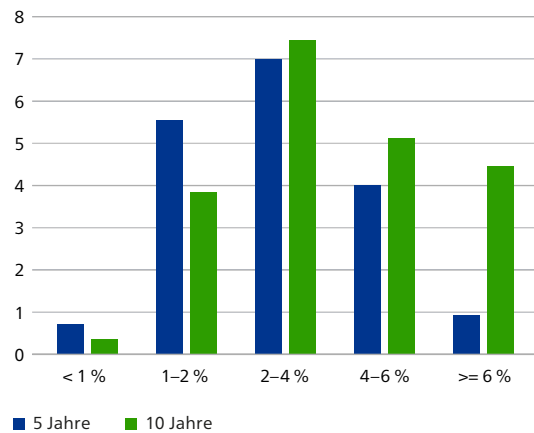
Exkurs: Wie haben eigenkapitalorientierte Alternative Investments historisch in vergleichbaren Regimen performt?

Ein höheres Wachstums- und Inflationsniveau sind prägende Eigenschaften der Great Transformation. Wie haben Alternative Investments in ähnlichen Makroregimen in der Vergangenheit abgeschnitten, insbesondere im Vergleich mit liquiden Assetklassen? Abbildung 2 zeigt die Überperformance der eigenkapitalorientierten Alternativen Investments (Private Equity und Infrastruktur) im Vergleich mit dem S&P 500 in unterschiedlichen Wachstumsregimen in einem

⁵ Die White Paper zu den Risikomanagement-Konferenzen der vergangenen Jahre finden sich hier: <https://institutional-union-investment.de/kompetenzen/ueberzeugungen/risikomanagement/white-paper-risikomanagement>

⁶ Mehr Informationen zur Great Transformation lesen Sie im White Paper zur Risikomanagement-Konferenz 2022 „Das Ende der Stabilität: Investieren in einer volatileren Welt“.



Abbildung 2 **Stabile Prämien über verschiedene Makroregime hinweg****AI-Prämie* in verschiedenen BIP-Regimen**
in Prozent pro Jahr**AI-Prämie* in verschiedenen Inflationsregimen**
in Prozent pro Jahr

Quellen: Burgiss, Bloomberg, Union Investment. Stand: 31. März 2025.

* Überperformance der eigenkapitalorientierten Alternativen Investments (Private Equity und Infrastruktur) im Vergleich mit dem S&P 500 (rollierender Gesamtertrag).

Fünf- und einem Zehnjahreszeitraum. Grundsätzlich gilt: Für die Randszenarien besonders niedriger und besonders hoher Wachstumsraten sind die Beobachtungspunkte seltener als für die anderen Regime. Die Aussagekraft ist hier also etwas geringer.

Die Analyse zeigt: Die Prämie der genannten eigenkapitalorientierten Strategien gegenüber liquiden Aktienanlagen steigt tendenziell mit höheren Wachstumsraten. Lediglich im Bereich eines stark überschießenden Wachstums (über fünf Prozent) bricht dieser Zusammenhang. Alternative Investments liefern dann aber immer noch eine Prämie gegenüber liquiden Märkten.

Fast noch wichtiger ist die Frage, wie Alternative Investments auf die Entwicklung der Inflation reagieren (siehe Abbildung 2). Bezogen auf die USA zeigt ein Blick auf die Sensitivitäten der Prämien: Die Überperformance von Private Equity und Infrastruktur gegenüber dem S&P 500 nimmt mit steigenden Inflationsraten zu. Erst bei einem Überschießen der Inflation (über vier Prozent) nimmt die Prämie wieder ab. Sie bleibt aber selbst in diesen Phasen positiv.

Die Eigenschaft des Inflationsschutzes von Alternativen Investments lässt sich zusätzlich anhand ihrer Überrendite gegenüber US-Staatsanleihen belegen. Ein historischer Vergleich zeigt auch in einer realen Betrachtung (also abzüglich der Inflationsentwicklung), dass illiquide Anlageklassen wie Buyout, Venture Capital und Infrastruktur langfristig deutlich höhere Returns erzielen als die nominal notierten US-Staatsanleihen.

Auf Basis dieser historischen Analyse wären (ausgewählte) Alternative Investments also gut geeignet, um von den zentralen Trends der Great Transformation zu profitieren.

Treiber der Great Transformation sind vor allem der Großmachtwettbewerb zwischen den USA und China und eine verstärkte Blockbildung in der Welt. Damit einher geht eine Neuordnung von globalen Lieferketten. Die Globalisierung, ein prägendes Element der vergangenen rund 25 Jahre, wird auf den Prüfstand gestellt und in Teilen zurückgedreht. Denn in der Coronakrise traten Abhängigkeiten zutage, die viele Staaten

als eklatante Sicherheitsrisiken eingestuft haben. Ein Grund, warum die Politik und die Sicherheitsinteressen der Staaten häufig wieder über den Unternehmensinteressen stehen.

Das Lösen gegenseitiger Abhängigkeiten zwischen den USA und China, das sogenannte „Decoupling“, hatte Donald Trump bereits in seiner ersten Amtszeit als US-Präsident ab 2017 initiiert. Sein Nachfolger Joe Biden führte diese Politik fort, insbesondere mit gezielten Exportbeschränkungen, um die Entwicklung chinesischer Zukunftstechnologien auszubremsen. In seiner zweiten Amtszeit forciert Trump mit seiner aggressiven Handelspolitik diese strukturelle Entkopplung. Es spricht sogar vieles dafür, dass das globale Handelsregime der vergangenen rund 25 Jahre endgültig Geschichte ist. Denn nicht nur das Niveau der Zölle gegenüber China liegt deutlich höher als vor Trumps Amtseinführung – auch der US-Handel mit vielen anderen Ländern dürfte sich aufgrund der Zölle gegen Länder und Produkte verändern.

Die Reaktion auf all diese Entwicklungen ist vor allem eine beispiellose Investitionsoffensive – und zwar sowohl staatlich als auch privatwirtschaftlich. Den Anfang machte die Biden-Regierung: Mit billionenschweren Programmen wie dem „Inflation Reduction Act“ führte sie die USA nicht nur aus dem Coronatief und etablierte ein neues, höheres Wachstumsregime. Vielmehr trieb sie so auch die Restrukturierung von Lieferketten durch die Rückverlagerung von Produktion in die USA voran. Auch der von der Biden-Administration mit einem Volumen von rund 280 Milliarden US-Dollar ausgestattete „CHIPS and Science Act“ hatte dieses klare Ziel: die Entwicklung und die Produktion von Halbleitern wieder in den USA anzusiedeln. Nachvollziehbar, denn Staaten benötigen Chips nicht nur für die wirtschaftlichen, sondern auch für die militärischen Schlüssel-

technologien der Zukunft. Und die staatlichen Anreize fruchteten: Die privaten Investitionen im US-Anlagenbau nahmen insbesondere in den Bereichen Computer und Elektronik deutlich zu.

Die USA legten also vor, und Europa hinkte der Entwicklung einige Jahre hinterher – auch aufgrund des russischen Einmarschs in die Ukraine und der daraus folgenden Energiekrise. Doch nun erlebt Europa seinen „Great Transformation“-Moment. Der Hauptgrund ist nicht in erster Linie ein ökonomischer, sondern ein geopolitischer: Die USA entfernen sich unter Trump mehr und mehr von ihren westlichen Partnern. Dafür sprechen einerseits die Zölle gegen westliche Verbündete. Noch alarmierender sind jedoch die Aussagen der Trump-Administration, die Zweifel an der Unterstützung in einem möglichen Verteidigungsfall säen – beispielsweise gegen Russland. Für Europa gilt deshalb die Maxime: „Hilf dir selbst, sonst hilft dir keiner.“ Brüssel hat auf diese neue Lage reagiert. In den vergangenen Monaten hat die EU unter enormem Handlungsdruck verschiedene Initiativen auf den Weg gebracht, die die europäische Position im globalen Machtkampf deutlich stärken sollen. Dazu gehören Investitionen in die Verteidigungsfähigkeit⁷ und in Zukunftstechnologien wie etwa künstliche Intelligenz ebenso wie ein geplanter großflächiger Bürokratieabbau.

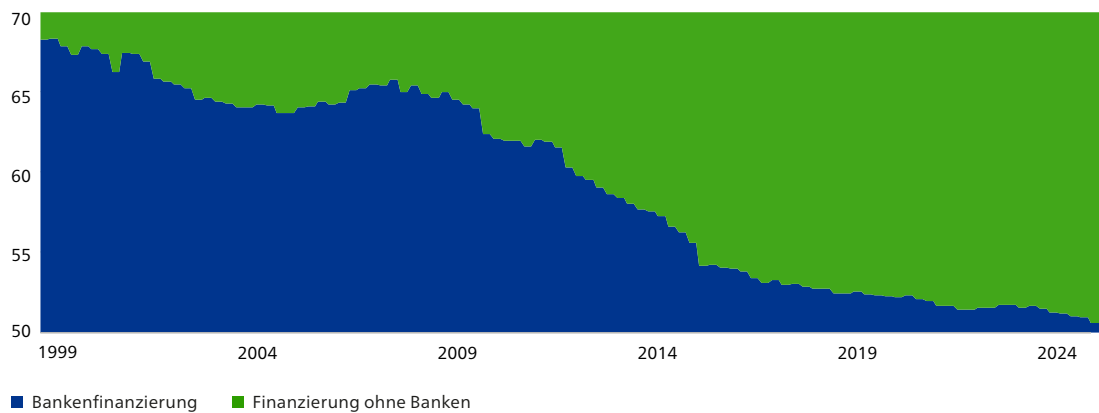
Auch in Deutschland hatte ein breites Parteienbündnis im Frühjahr 2025 zumindest die Grundlagen für deutlich höhere Investitionen gelegt. So sollen künftig Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben, die über ein Prozent des Bruttoinlandsprodukts hinausgehen, nicht unter die Regelung der Schuldenbremse fallen. Damit kann Deutschland theoretisch unbegrenzt viel Geld in Verteidigung, Zivilschutz, Nachrichtendienste und Cybersicherheit investieren. Gleichzeitig sollen in den kommenden zwölf Jahren

⁷ Mehr Informationen zu diesem Thema finden Sie in unserer Veröffentlichung [„Sicherheit: Europa ist auf sich gestellt“](#) aus dem April 2025.



Abbildung 3 **Bankenfinanzierung nimmt ab**

Anteil der Kreditvergabe von Banken sowie von außerhalb des Bankensektors an den Privatsektor
in Prozent



Quellen: Macrobond, Bank of International Settlements, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2024.

500 Milliarden Euro in die Bereiche Verkehr, Energieinfrastruktur, Digitalisierung und soziale Infrastruktur fließen.

Doch trotz der enormen staatlichen Summen: Auch der Bedarf an privaten Investitionen steigt deutlich. In seinem viel beachteten Bericht zur Wettbewerbsfähigkeit rechnet der ehemalige EZB-Chef Mario Draghi vor, dass Investitionen von bis zu 800 Milliarden Euro jährlich nötig wären, um die EU wieder vollständig wettbewerbsfähig zu machen. Das entspricht rund 4,5 Prozent des EU-BIP. In der Vergangenheit kamen 80 Prozent der produktiven Investitionen aus dem privaten und nur 20 Prozent aus dem staatlichen Sektor.⁸ Aufgrund der angespannten Haushaltslage einiger EU-Länder ist der Spielraum bei den Staaten begrenzt, sodass insbesondere der Kapitalbedarf aus privaten Quellen enorm ist.

Zugleich steigt die Nachfrage nach anderen Investmentformen – wie eben Alternativen Investments –, weil Banken zunehmend bei der

Finanzierung von Unternehmen und Projekten zögern. Ein Grund dafür ist das sich deutlich verschärfende Regulierungs- und Finanzierungsumfeld für Banken nach der Finanzkrise. Dies hat dazu geführt, dass gerade mittelständische Unternehmen alternative Finanzierungsquellen nutzen. Insbesondere im Euroraum ist der Anteil der Bankenkreditfinanzierung an der Fremdkapitalaufnahme des Privatsektors zurückgegangen. Er ist von 65 Prozent Anfang 2009 auf heute knapp 50 Prozent gesunken (siehe Abbildung 3).

Zusätzlich wächst der Anteil der Unternehmen, die nicht an der Börse notiert sind. Stattdessen finanzieren sie sich zunehmend über private Kapitalmärkte. Weltweit sind rund 50.000 Unternehmen an Kapitalmärkten notiert – mehr als 350 Millionen verfügen nicht über ein Listing.⁹ Dabei ist der Anteil der börsennotierten Unternehmen in den vergangenen Jahrzehnten deutlich gesunken. So ist die Zahl der gelisteten Firmen in den USA und Deutschland seit den 1990er-Jahren um rund 40 Prozent zurückgegangen.

⁸ Mario Draghi, [The Draghi report: A competitiveness strategy for Europe](#), September 2024.

⁹ Statista, [Estimated number of companies worldwide](#), August 2024.

Alternative Investments bieten also Zugang zu einer Vielzahl von Unternehmen sowie teils innovativen Geschäftsmodellen, die Investoren über öffentliche Märkte nicht erreichen können. Dabei geht es sowohl um Investitionen in Eigenkapital (Private Equity, Venture Capital) als auch in Fremdkapital (vor allem Direct Lending).

Energieinfrastruktur in der nächsten Dekade auf 400 Milliarden Euro. Für Instandhaltung und Ausbau der Infrastruktur würden Summen benötigt, die der Staat allein nicht aufbringen könne. Eine Alternative wären Infrastrukturfonds, über die private und institutionelle Investoren auch in staatliche Projektgesellschaften investieren können, die für Bau, Betrieb und Verwaltung der öffentlichen Infrastruktur zuständig sind.¹⁰

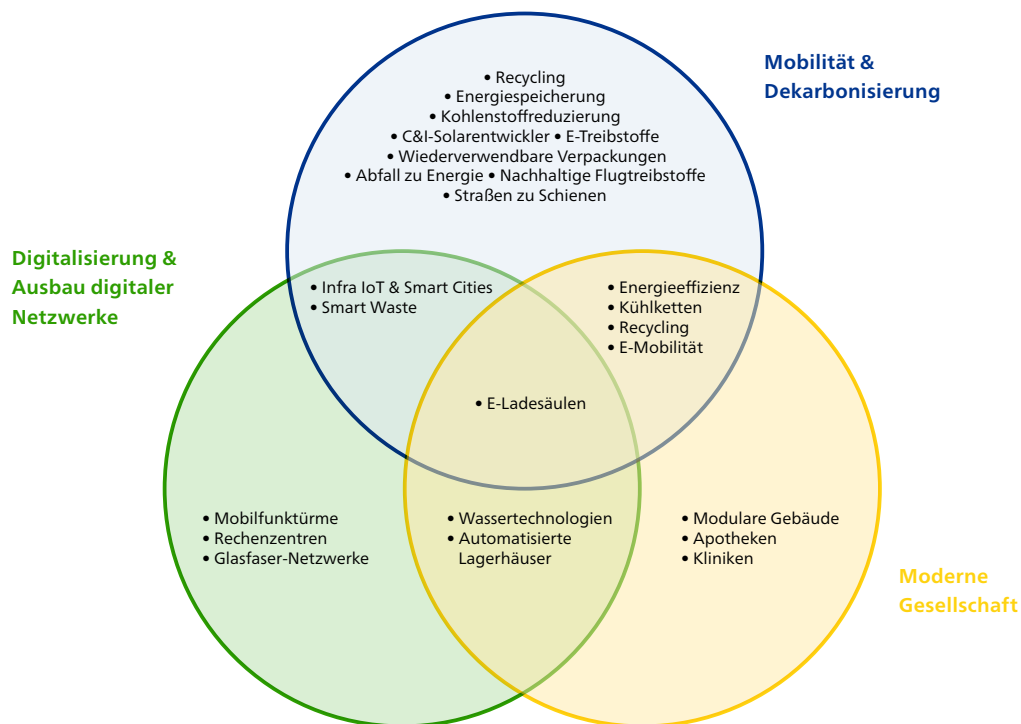
Strukturelle Gründe für Infrastrukturinvestitionen

Daneben gibt es aktuelle und strukturelle Gründe für Infrastrukturinvestitionen. In einer Studie mit Union Investment aus dem Oktober 2024 beauftragte Professor Dr. Dr. h. c. Lars P. Feld von der Universität Freiburg den Investitionsbedarf allein für die deutsche Autobahn-, Eisenbahn- und

Auch die direkte Investition in (private) Projekte beziehungsweise Projektgesellschaften bietet verschiedene Vorteile (siehe Kapitel 2.1). Zusätzlich profitiert der Bereich Infrastruktur von verschiedenen Megatrends, die sich teilweise überlappen und gegenseitig verstärken (siehe Abbildung 4). Der Megatrend Digitalisierung beinhaltet etwa ebenso den Bau von Rechenzentren und Glasfasernetzen wie die Bereitstellung

Abbildung 4 **Infrastruktur profitiert von Megatrends**

Einige Branchen profitieren sogar von mehreren Trends



¹⁰ Union Investment, Pressemitteilung, [Erhalt öffentlicher Infrastruktur geht nur mit privaten Investitionen](#), Oktober 2024.

einer leistungsfähigen Ladeinfrastruktur für die E-Mobilität. Letzteres wird auch über die Megatrends „Mobilität & Dekarbonisierung“ sowie „Moderne Gesellschaft“ getrieben.

Erhöhtes Zinsniveau als Herausforderung für einzelne Alternative Investments

Doch bei allen strukturellen Themen, die für eine Anlage in Alternative Investments sprechen, gibt es aktuell auch Gegenwind, zumindest für einzelne Subassetklassen: Es ist das – im Vergleich zur Niedrigzinsphase – bereits wieder deutlich höhere Zinsniveau, das sich auch mittel- bis langfristig nicht zurückbilden

dürfte (siehe Abschnitt 2.2 zu den Auswirkungen der Great Transformation). Dies führt erstens dazu, dass sich die angestrebten Zielrenditen institutioneller Investoren grundsätzlich wieder leichter mit liquiden Anlagen erwirtschaften lassen. Zweitens verteuert das höhere Zinsniveau die Finanzierung innerhalb einiger AI-Strukturen und dämpft damit deren Renditeerwartungen, etwa bei gehebelten Private-Equity-Strategien. Und drittens haben Alternative Investments aufgrund der langfristigen Kapitalbindung eine gewisse „Long Duration“-Eigenschaft (siehe Kapitel 2.1). Dennoch gilt: Alternative Investments halten auch in Zeiten höherer Zinsen häufig ihren Renditeabstand zu liquiden Wertanlagen (siehe Kapitel 3).

2.3 Aktuelles Umfeld und Wachstumsaussichten

Der Markt für Alternative Investments wächst. Das in den AI-Assetklassen verwaltete Vermögen hat laut dem Analysehaus PitchBook im ersten Halbjahr 2025 ein Volumen von rund 15 Billionen US-Dollar erreicht. Damit setzt sich die Entwicklung der vergangenen Jahre fort: Waren es 2012 noch Anlagen im Wert von lediglich gut vier Billionen US-Dollar, hatte der Markt im Jahr 2022 bereits ein Volumen von circa 14,7 Billionen US-Dollar – eine jährliche Wachstumsrate von über 13 Prozent.¹¹ Zum Vergleich: Der liquide globale Aktienmarkt kommt auf ein Volumen von rund 120 Billionen US-Dollar.

Private Equity

In Kapitel 2.2 haben wir bereits die strukturellen Treiber für das weiterhin erwartete starke Wachstum von Private-Equity-Investments beschrieben. Aktuell sieht sich die Anlageklasse allerdings auch verschiedenen Herausforderun-

gen gegenüber: Die Zinswende aus dem Jahr 2022 stellt bei allen positiven Werttreibern, die die Anlageklasse in der langen Frist begünstigen, eine zentrale Veränderung im Investitionsumfeld für Private Equity dar. In den vergangenen Jahren ist der relativ risikolose Zins (etwa die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen) deutlich bis in Regionen zwischen vier und fünf Prozent gestiegen. Diese Entwicklung verteuert den Leverage (siehe oben) und limitiert dadurch die erzielbaren Returns in dieser Anlageklasse. Gleichzeitig reduzierte der Zinsanstieg den Druck auf Investoren, in riskantere und komplexe Anlagestrategien zu allokalieren. Vor diesem Hintergrund geriet die positive Entwicklung bei Private Equity in den vergangenen beiden Jahren etwas ins Stocken. Andererseits entwickelten sich die globalen Aktienmärkte weiterhin positiv, und ein Anstieg der Aktienrisikoprämie wurde vermieden.

Buyout- und insbesondere Venture-Capital-Strategien haben in diesem Umfeld 2023 und

¹¹ PitchBook, Private Capital's Path to \$20 Trillion, Mai 2024.



2024 teilweise deutlich korrigiert. Nachdem in den beiden Jahren zuvor Deals mit einem Rekordvolumen auf bereits (im historischen Vergleich) erhöhten Bewertungsniveaus umgesetzt wurden, nahm die Primärmarktaktivität zuletzt ab. Die Sekundärmarktaktivität (also der Kauf bereits laufender Private-Equity-Fonds, sogenannter „Secondaries“) legte hingegen zu.

Im Jahresverlauf 2025 sorgte auch die durch die US-Handelspolitik getriebene hohe Makrovolatilität für Gegenwind. Ankündigungsschocks mit immer höheren Zollsätzen folgten Rücknahmen oder zeitliche Aufschübe. Entsprechend schwankungsanfällig reagierten die Kapitalmärkte. Und da die Korrelation zwischen Aktien- und Private-Equity-Märkten in diesen Phasen ebenso hoch wie die allgemeine Unsicherheit war, hielten sich Private-Equity-Investoren zurück. Auch die Tatsache, dass die US-Notenbank Fed ihre Leitzinsen zwischen Dezember 2024 und September 2025 konstant gehalten hat und damit die Zinsen auf einem vergleichsweise hohen Niveau verankert waren, belastete vor allem jene Private-Equity-Strategien mit einem höheren Leverage.

Kurzfristig erwarten wir, dass die vergleichsweise hohe geopolitische Volatilität, die Schwankungen an den Kapitalmärkten sowie die Bewertungsthematik die Deal-Aktivität belasten werden. Der Fokus dürfte damit eher auf kleineren Deals liegen. Sie sind häufig weniger abhängig von Fremdkapital (und damit von den Zinsen). Gleichzeitig hängt ihre Bewertung stärker von der reinen Geschäftsentwicklung der Zielunternehmen und weniger von großen Marktfaktoren wie etwa der geopolitischen Lage oder dem allgemeinen Zinsniveau ab. Auch dürfte die Exit-Wahrscheinlichkeit bei eher kleineren Unternehmen im aktuellen Umfeld höher sein als bei großen M&A-Deals.¹²

Doch trotz dieser Konsolidierungsphase, die die Assetklasse aktuell durchläuft, ist das mittelfristige Potenzial für Private Equity weiterhin groß. Das Analysehaus Preqin prognostiziert für Buyout-Strategien, dass bis 2029 das globale verwaltete Vermögen jährlich um 13,6 Prozent zulegen wird. Bei Venture Capital soll das Plus bei 11,7 Prozent pro Jahr liegen. Das wäre zwar eine gewisse Verlangsamung gegenüber der Periode 2017 bis 2023, in der das verwaltete Vermögen von Buyout-Strategien mit 14,4 Prozent und Venture-Capital-Strategien mit 18,2 Prozent zulegen konnte. Dennoch sollten die strukturellen Treiben dafür sorgen, dass beide Subassetklassen die am schnellsten wachsenden Alternativen Investments bleiben.¹³

Private Debt

Zwar erhielt durch den Zinsanstieg auch der liquide Fixed-Income-Markt wieder einen stärkeren Zulauf. Zuletzt legte aber Private Debt am stärksten zu, auch im Vergleich zu Public Debt. Zwischen 2017 und 2023 wuchs das verwaltete Vermögen der Assetklasse über alle Strategien um jährlich 14 Prozent. Und auch 2024 blieb die bei Private Equity beobachtete Korrektur aus. Die strukturellen Trends, wie die wachsende Nachfrage nach Finanzierung außerhalb des Bankensystems, unterstützten den Sektor ebenso wie das in den Jahren 2022 und 2023 gestiegene und weiterhin anhaltend hohe Zinsniveau. Dieses wirkt sich über die häufig variable Verzinsung direkt positiv auf die Erträge von Private-Debt-Investments aus. Hinzu kam der Wunsch der Investoren nach Liquidität, die in den von kürzeren Zyklen geprägten Private-Debt-Segmenten eher zu finden war als etwa im Private-Equity-Bereich.

Auch wenn der ganz große Rückenwind durch steigende Zinsen vorerst vorbei ist, dürfte Private

¹² Preqin, Private Equity Q2 2025: Quarterly Update, August 2025.

¹³ Preqin, State of the Market H2 2025, Juni 2025.



Debt auch in den kommenden Jahren weiterhin Chancen bieten. Denn mittel- bis langfristig gehen wir eher von einem höheren durchschnittlichen Zinsniveau als in den vergangenen Jahren aus. Im Vergleich zur Null- und Negativzinsphase sind Anleger in diesem Umfeld zwar wieder eher in der Lage, ihre Renditeanforderungen auch in liquiden Kapitalmärkten zu erzielen. Allerdings sind mittlerweile die Renditeaufschläge in diesen Bereichen auch wieder deutlich reduziert. Private Debt bietet hier Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien und verspricht dadurch zusätzliche Returns.

So dürfte laut Preqin-Daten das jährliche durchschnittliche Wachstum der in diesem Marktsegment verwalteten Strategien mit erwarteten 9,9 Prozent zwar nicht mehr die Werte aus früheren Jahren erreichen (siehe oben). Dennoch bleiben Private-Debt-Strategien damit ein zentraler Baustein unter den Alternativen Investments.

Infrastruktur

Infrastrukturinvestments konnten in den vergangenen beiden Jahren ebenfalls ihre Eigenschaft als Stabilitätsanker ausspielen und entsprechend positiv performen. Unterstützung liefern auch künftig die Verbindung verschiedener Megatrends (siehe oben), die geringere Anfälligkeit für Makrovolatilität aufgrund der Langlebigkeit der Zyklen sowie ein gewisser Inflationsschutz. Die mit den gestiegenen Zinsen höheren Finanzierungskosten verteuern allerdings die Projekte, was wiederum Gegenwind für die Renditeerwartungen bedeutet. Die aktuell von Investoren bevorzugte Liquidität können Infrastrukturinvestments hingegen nur eingeschränkt bieten.

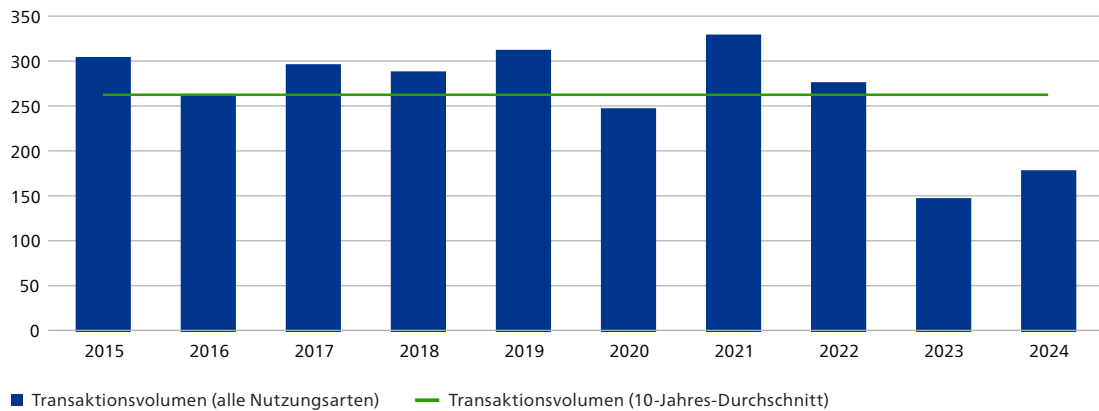
Innerhalb des Segments dürfte es in den kommenden Jahren eine gewisse Verschiebung bei Regionen und Projekten geben. Der Megatrend künstliche Intelligenz sollte dafür sorgen, dass der Bedarf an Rechenzentren und damit verbun-

dener Infrastruktur (insbesondere zur Stromversorgung und Kühlung) deutlich zunehmen wird. In diesen Bereichen sollte die Anzahl zu finanzierender Projekte also deutlich steigen. Das Thema erneuerbare Energien dürfte hingegen, zumindest in den USA, politischen Gegenwind erfahren, da sowohl Subventionsprogramme als auch teilweise sogar bereits erteilte Genehmigungen auf der Kippe stehen. Entsprechende Projekte werden in den Vereinigten Staaten also mit einer gewissen Investitionsunsicherheit verbunden sein, sodass es hier zu einer Verschiebung hin zu konventionellen Kraftwerken kommen könnte. In Europa wiederum ist das Thema Dekarbonisierung der Energieversorgung auch im Rahmen der Debatte um die Energiesicherheit weiterhin weit oben auf der Agenda und auch mit zeitlichen und klar quantifizierten Zielen verknüpft. Entsprechende Projekte erhalten in der EU also eine höhere Priorität als in den Vereinigten Staaten. Hinzu kommen, wie oben beschrieben, in einzelnen Ländern dringend benötigte Investitionen in klassische Infrastruktur wie Straßen, Schienen und Brücken.

Das Analysehaus Preqin rechnet bei Infrastrukturinvestments zwar auch mit einem Rückgang der jährlichen Wachstumsraten des verwalteten Vermögens von 14,3 Prozent (2017 und 2023) auf 10,8 Prozent bis 2029. Dennoch bleibt die Aussicht angesichts der verbundenen Megatrends sowie der langfristig verlässlichen Kapitalströme von Infrastrukturprojekten weiterhin positiv.

Exkurs Immobilien: Veränderte Rahmenbedingungen für Immobilieninvestments

Der europäische Immobilienmarkt hat sich mit den schnellen und starken Zinsschritten der EZB in den Jahren 2022 und 2023 deutlich verändert. Durch die jetzt höheren Zinsen sind auch die Renditeanforderungen von Investoren an Immobilieninvestments gestiegen. Dies hatte zur Folge, dass die Preise für Immobilien korrigiert haben. Vor diesem Hintergrund ist das Transaktionsvolumen auf dem europäischen Immobilienmarkt im Jahresverlauf 2023 um fast

Abbildung 5 **Markt hat schnellen Zinsanstieg noch nicht vollständig verarbeitet****Entwicklung des europäischen Immobilientransaktionsvolumens**
in Milliarden Euro

Quellen: MSCI/RCA. Stand: 31. Dezember 2024.

45 Prozent unter den Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre gefallen (siehe Abbildung 5).

Die entsprechenden Renditeanpassungen sind noch nicht vollständig abgeschlossen. Jedoch sind die erforderlichen Wertanpassungen durch einen indexbasierten Mietanstieg in vielen Fällen vermögensschonend erfolgt. Bei vielen großen institutionellen Bestandshaltern besteht bei hohen Vermietungsquoten und zuletzt deutlich gestiegenen Mieten in den Beständen wenig Bereitschaft, Immobilien bei nicht preisadäquater Nachfrage abzugeben. Das ist einer der Gründe, warum das Transaktionsvolumen auch 2024 noch deutlich unter dem Durchschnitt lag.

Logistik- und Wohnimmobilien haben an Bedeutung gewonnen

Die Zusammensetzung des Transaktionsvolumens nach Nutzungsarten hat sich in den vergangenen Jahren deutlich verändert (siehe Abbildung 6). Während noch vor zehn Jahren Büroimmobilien dominierten, ist deren Anteil seit der Coronapandemie deutlich zurückgegangen. Andere Nutzungsarten wie Wohnen und Logistik konnten ihre Anteile dagegen deutlich

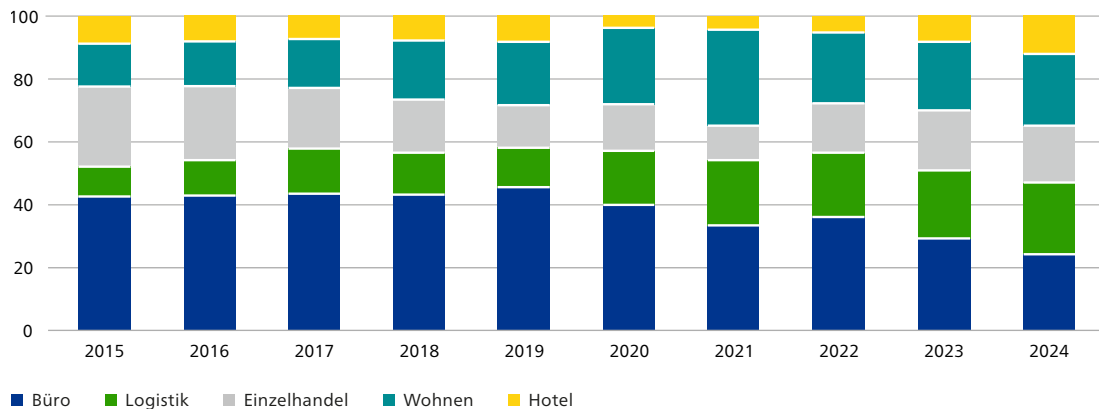
ausbauen. Einzelhandelsimmobilien waren bereits vor und während der Pandemie weniger gefragt. Hier zeigte sich unter anderem auch der bereits vor einigen Jahren einsetzende Strukturwandel durch den zunehmenden Onlinehandel. Hotelimmobilien standen in den Jahren 2020 bis 2023 ebenfalls nicht im Fokus der Investoren.

Zuletzt war das Transaktionsvolumen relativ gleichmäßig auf die Nutzungsarten verteilt. Allerdings ist das Volumen am Transaktionsmarkt derzeit noch gering. Während die relativ moderate Verfügbarkeit im Bereich von Wohnen und Logistik bereits wieder für steigende Preise sorgt, ist davon auszugehen, dass bei einer deutlichen Steigerung des Transaktionsvolumens der Anteil von Büroimmobilien wieder zunehmen wird, da diese nach wie vor die größte und liquideste Nutzungsart sind.

Gleichzeitig haben im Zuge des veränderten Kapitalmarktumfelds die Anfangsrenditen für Immobilien bis Anfang 2024 europaweit korrigiert. Die Auswirkungen davon zeigten sich besonders bei Objekten, die Investoren zum Ende der Hochpreisphase erworben haben. Seit die Europäische Zentralbank die Zinsen senkt (Juni 2024), ist bei den Anfangsrenditen

Abbildung 6 **Logistik und Wohnimmobilien zuletzt im Fokus**

Anteil der verschiedenen Nutzungsarten am Immobilientransaktionsvolumen
in Prozent



Quellen: MSCI/RCA. Stand: 31. Dezember 2024.

eine Seitwärtsbewegung zu verzeichnen, und auch das Transaktionsvolumen zieht langsam wieder an. Aufgrund der stark gestiegenen Baukosten haben die Spitzenmieten ihren seit Jahren bestehenden Aufwärtstrend fortgesetzt.

Büros trotz Homeoffice nötig

Auf den europäischen Büromärkten rechnen wir weiterhin trotz der Homeoffice-Diskussion mit einer stabilen Flächennachfrage. Die Leerstandsdaten werden 2025 fertigstellungsbedingt noch moderat steigen, bevor sie ab 2026 voraussichtlich wieder sinken werden. Perspektivisch gehen wir zunächst aufgrund der krisenbedingten Kapazitätsreduzierungen und zusätzlicher Investitionserfordernisse im Infrastrukturbereich von keiner starken Neubautätigkeit im Bürosektor aus. Die Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Büroflächen in den zentralen Lagen der Metropolen ist aber weiterhin hoch, sodass sich der Mietpreisanstieg auch perspektivisch fortsetzen wird. Studien (etwa von der Immobilienberatung Cushman & Wakefield) haben gezeigt, dass die Mitarbeiter, die sowohl zu Hause als auch im Büro arbeiten, im Schnitt produktiver und zufriedener sind.

Die beliebtesten Homeoffice-Tage sind Montag und Freitag. Die meisten europäischen Arbeitgeber bestehen auf drei Anwesenheitstagen pro Woche, sodass das Einsparungspotenzial durch Flächenreduzierungen sehr überschaubar ist, da fast alle Mitarbeiter während dieser drei Tage einen Arbeitsplatz benötigen. Darüber hinaus werden in den europäischen Volkswirtschaften immer mehr Jobs im produzierenden Sektor abgebaut, während die Anzahl der Bürobeschäftigten stetig zunimmt. Im Schnitt wird in den kommenden zehn Jahren mit einem Bürobeschäftigtenwachstum von mindestens einem Prozent pro Jahr gerechnet. Grundsätzlich nimmt also der Bedarf an Büroarbeitsplätzen weiter zu.

Einzelhandelsimmobilien mit positivem Ausblick

Die Verbraucherstimmung in Europa hat sich nach dem Inflationsschock 2022 und 2023 wieder weitgehend erholt. Der Trend zum Onlineshopping hat schon vor der Pandemie dazu geführt, dass die Mietniveaus an schwächeren Standorten korrigiert haben. Trotz des Wachstums des Onlinehandels ist der stationäre

Handel das deutlich größere Marktsegment. Daher haben marktdominante Shoppingcenter und Retailobjekte in zentralen Lagen weiterhin eine gute Zukunftsperspektive. Mieten und Kaufpreise für diese Objekte werden dementsprechend weiter steigen. Attraktiv sind derzeit auch Supermärkte und Fachmarktzentren. Bei beiden Immobilientypen ist die Konkurrenz durch den Onlinehandel gering, und die Standorte sind in der Regel verbrauchernah beziehungsweise sehr gut angebunden.

Hohe Nachfrage nach Hotelzimmern

Europaweit bewegen sich die Buchungs- und Übernachtungszahlen auf einem hohen Niveau. Die Zimmerraten sind deutlich gestiegen und haben fast überall neue Rekordstände erreicht. Daher haben sich die Performance-Kennziffern wie beispielsweise der Ertrag pro verfügbarem Zimmer deutlich verbessert. Da der globale Reisemarkt noch viel Potenzial bietet, kommen zukünftige Wachstumsimpulse für die europäischen Hotelmärkte auch aus der steigenden Nachfrage aus Schwellenländern. Insgesamt ist wieder eine deutlich stärkere Investorennachfrage zu beobachten.

Weiterhin große Nachfrage nach Logistikflächen

Der Onlinehandel-Boom sorgt für eine stabile Nachfrage nach Logistikimmobilien. Unter anderem treibt die Ausweitung vieler Geschäftsmodelle des stationären Einzelhandels die Flächennachfrage. Auch der Ausbau von Lager- und Produktionskapazitäten führt zu einem weiteren Bedarf an Logistikflächen. Aufgrund der konjunkturellen und geopolitischen Herausforderungen fiel die Flächennachfrage zuletzt etwas moderater aus. Dennoch werden für die europäischen Logistikmärkte ein weiteres Mietpreiswachstum und eine moderate Renditekompression prognostiziert.

Latenten geopolitischen Handels- und Zollrisiken stehen dabei logistische Erfordernisse der neuen europäischen Sicherheits- und Autarkiebestrebungen gegenüber.

Nachfrage nach Wohnungen bleibt perspektivisch hoch

Die wachsende Anzahl von Haushalten in den europäischen Metropolen führt dazu, dass die Nachfrage nach Wohnraum kontinuierlich zunimmt. Das veränderte Zinsumfeld erschwert derzeit den Erwerb von Häusern und Wohnungen zur Eigennutzung, sodass die Zahl der Haushalte steigt, die eine Wohnung mieten. Trotz der höheren Mieten gibt es nach wie vor einen deutlichen Nachfrageüberhang bei Wohnraum. Aufgrund der hohen Baukosten und geringen Flächenverfügbarkeiten bei Baugrundstücken ist die Zahl der Neubauprojekte deutlich zurückgegangen. Deshalb werden auch mittelfristig zu wenig Wohnungen in den Ballungsräumen zur Verfügung stehen – die Preise und Mieten werden folglich weiter steigen.

Positiver Ausblick für alle Marktsegmente

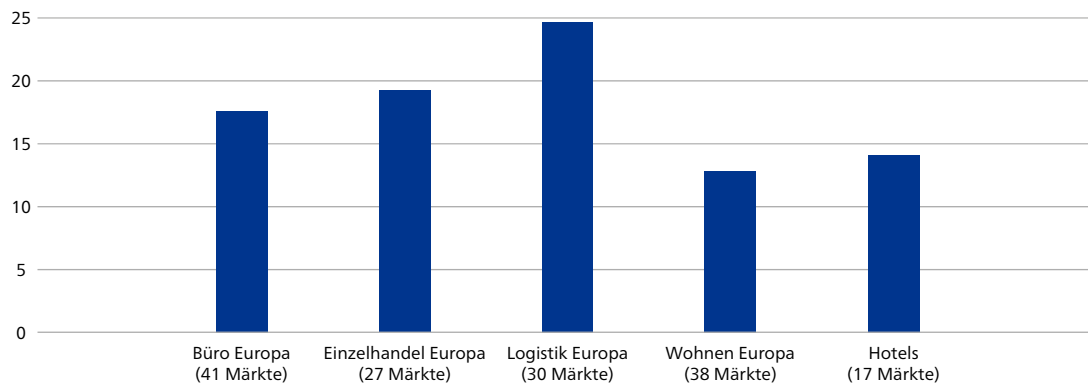
In den kommenden Jahren dürften sich die Kapitalwerte in allen Nutzungsarten in Europa positiv entwickeln (siehe Abbildung 7).

Gründe dafür sind steigende Mieten und eine moderate Renditekompression. Hinzu kommen aufgrund der bereits stattgefundenen Renditekorrektur attraktive Cashflows. Darüber hinaus sind gewerbliche Mietverträge in der Regel indexiert. Anleger können mit Immobilieninvestments mehr Risikodiversifikation und eine Reduzierung der Volatilität erreichen. Aus diesem Grund werden Immobilien in der Portfolioallokation der Anleger wieder eine zunehmend größere Rolle spielen.



Abbildung 7 **Positiver Ausblick für alle Marktsegmente**

Prognostizierte Entwicklung der Kapitalwerte von 2024 bis 2029*
in Prozent



Quellen: PMA, Union Investment. Stand: 31. März 2025.

* Für sehr gute Objekte ohne Berücksichtigung von Mietvertragsstrukturen.

Zwischenfazit

Nach einer längeren Phase äußerst dynamischen Wachstums stehen verschiedene Assetklassen der Alternativen Investments aktuell vor gewissen Herausforderungen. Diese sind zum einen struktureller Natur, wie das vergleichsweise schnell gestiegene und auch anhaltend erhöhte Zinsniveau. Zum anderen sorgen die im historischen Vergleich hohen Bewertungsniveaus – etwa bei Private Equity – und die makropolitische Unsicherheit für Zurückhaltung im Deal-Umfeld.

Als Reaktion auf diese Entwicklungen hat sich der Markt für Alternative Investments stärker

ausdifferenziert. Zudem haben sich gewisse Ausweichstrategien etabliert: So hat der Sekundärmarkt zuletzt deutlich an Bedeutung gewonnen. Auf der Suche nach Liquidität haben etwa bei Private-Equity-Strategien Small- und Mid-Cap-Ziele an Attraktivität zugelegt. Auch Infrastrukturinvestments, die sowohl von langfristigen Megatrends profitieren als auch eine gewisse Unabhängigkeit von Konjunkturzyklen aufweisen, stehen zunehmend im Fokus.

Nach vorne blickend dürften viele Alternative Investments daher ein diversifizierender Renditebringer und damit wichtiger Baustein in der Portfoliokonstruktion bleiben.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

3 Alternative Investments als zusätzlicher Baustein in der Strategischen Asset Allocation (SAA)

Was können institutionelle Investoren erwarten, wenn sie Alternative Investments in ihre Strategische Asset Allocation integrieren? Und was müssen sie dabei berücksichtigen?

3.1 Vorteile der Integration von AIs in die Strategische Asset Allocation

Die vorangegangenen Abschnitte haben gezeigt: Einzelne Anlageklassen der Alternativen Investments haben schwierige Jahre hinter sich. Und doch sind die strukturellen Trends intakt. Der Finanzierungsbedarf, der sich aus langfristigen Entwicklungen ergibt, ist immens. Als werden bei der Mobilisierung von Kapital eine signifikante Rolle spielen. Damit stellt sich die Frage: Was können institutionelle Investoren erwarten, wenn sie AIs in ihre Strategische Asset Allocation (SAA) integrieren? Und was müssen sie dabei berücksichtigen?

Mehrere Motive spielen aus Investorensicht eine Rolle, wenn es um AIs geht. Eines der wichtigsten ist mehr Diversifikation. Bei einer Umfrage des Bundesverbands Alternative Investments (BAI) gaben 73 Prozent der institutionellen Investoren an, dass Risikostreuung ein Grund für die Investition in Private Equity sei. Bei Private Debt waren es 67 Prozent der Befragten.¹⁴

Portfolios, die neben klassischen Anlageformen auch Alternative Investments enthalten, sind oft resilienter in Krisenzeiten. Das liegt daran, dass sich AIs häufig anders verhalten als Aktien und Anleihen. Ihre Integration kann deshalb das Risiko des Gesamtportfolios reduzieren. Die Gründe dafür beleuchten wir in Kapitel 3.3.

AIs können innerhalb des Portfolios auch zum Schutz vor Inflation beitragen. Sachwert- und Substanzanlagen bieten als reale Wertanlagen zumindest einen partiellen Inflationsschutz. Zum einen wird der Grad an Schutz davon bestimmt, wie stark die investierten Unternehmen im Rahmen ihrer Geschäftsmodelle (und Konkurrenzsituation) Preissteigerungen an ihre Kunden weiterreichen können. Zum anderen sind in bestimmten Fällen Zahlungsströme explizit an die Inflation gekoppelt. Wenn diese steigt, erhöhen sich die Einnahmen also entsprechend. Dies kann beispielsweise im Infrastruktur- und Immobilienbereich (Stichwort: Indexmiete) der Fall sein.

Noch wichtiger für Investoren als das Diversifikationsmotiv oder der Schutz vor Inflation ist jedoch die Ertragsseite. Bei der genannten Umfrage des BAI gaben 84 Prozent der Befragten den Wertzuwachs als zentrales Motiv für eine Investition in Private Equity an. Bei Private Debt standen die regelmäßigen Rückzahlungen des investierten Kapitals mit 78 Prozent auf Platz 1.

Was Investoren bei der Beimischung von AIs beachten sollten

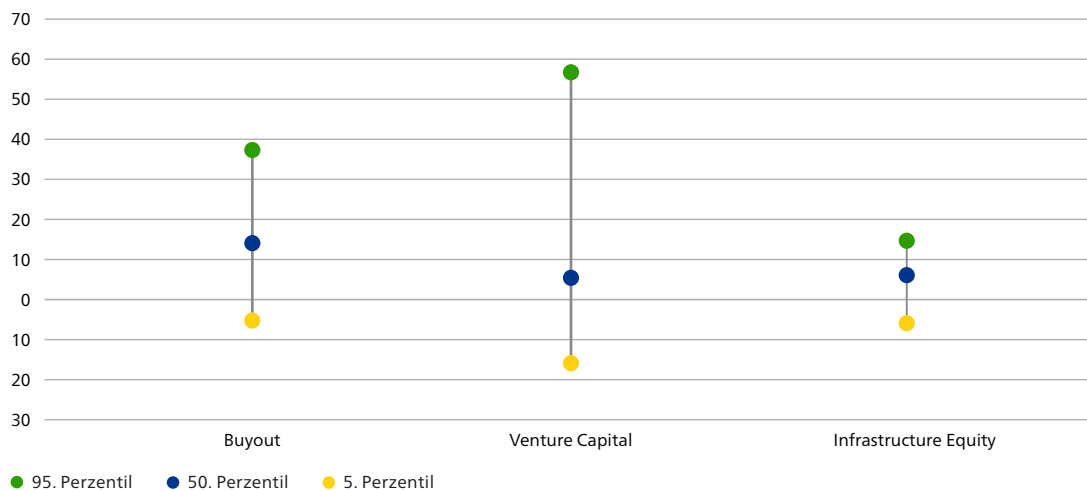
Es sprechen also eine Reihe von Gründen dafür, alternative Anlagen in das Portfolio zu integrieren.

¹⁴ Siehe Bundesverband Alternative Investments (BAI): [Investor Survey 2024](#), erschienen im Oktober 2024.



Abbildung 8 Breite Streuung innerhalb der verschiedenen Subassetklassen

Verteilung der Rendite (interner Zinsfuß) verschiedener Alternativer Investments über zehn Jahre in Prozent



Quellen: MSCI Burgiss, Union Investment. Stand: 31. März 2025.

Institutionelle Investoren sollten dabei aber einige Punkte beachten: Die Investition in Als erhöht zweifellos die Komplexität des Portfolios. Auch sind die privaten Märkte, auf denen die Transaktionen stattfinden, weniger transparent als öffentliche Märkte. Zudem sind die Investitionsvolumina und die Transaktionskosten bei alternativen Wertanlagen höher als bei Aktien oder Anleihen, wodurch häufig eine geringere Streuung realisiert wird. Auch die Investitionszeiträume sind – wie zuvor erwähnt – länger als bei klassischen Wertanlagen.

Investoren sehen sich weiteren Herausforderungen gegenüber. Für die Konstruktion effizienter Portfolios sind valide Returnkennzahlen jener Wertanlagen unverzichtbar, in die investiert werden soll. Jedoch bringen die Abbildung und Analyse der Returneigenschaften von alternativen Anlagen spezifische Herausforderungen mit sich. So liegen für private Märkte und illiquide Anlagen grundsätzlich keine Marktbewertungen im Sinne eines „Mark-to-Market“ vor – im Gegensatz zu Aktien oder Anleihen, bei denen der Wert des Finanzinstruments durch den aktuellen Marktpreis aktualisiert werden kann,

beispielsweise am Ende des Handelstages.

Investoren von illiquiden Anlagen müssen mit Blick auf den tatsächlichen Wert ihrer Investition geschätzte oder Bewertungen im Quartal nutzen. Dazu kommt die Vielfalt der alternativen Anlagen, die wir in Abschnitt 2.2 überblicksartig dargestellt haben. Die einzelnen Subanlageklassen unterscheiden sich in ihren Eigenschaften teils erheblich.

Die Renditemerkmale von Alternativen Investments weisen zudem deutlich höhere idiosynkratische Anteile auf, als dies bei Anlagen auf öffentlichen Märkten der Fall ist. Mit anderen Worten: Der spezifische Anteil der Rendite eines Vermögenswerts, der nicht durch allgemeine Marktschwankungen erklärt werden kann, ist höher als bei klassischen Anlagen. Es ist also schwierig, allgemeine Aussagen zu den Returneigenschaften beispielsweise von Private Equity zu treffen – und dies gilt ebenso auf der Ebene der Subanlageklassen und Strategien. Auch diese weisen eine hohe Streuung auf. Abbildung 8 veranschaulicht die Streuung der jährlichen Returns sämtlicher in den jeweiligen Subanlageklassen geclusterten Fonds und



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Strategien über den Zeitraum der vergangenen zehn Jahre. Dafür wird neben einem durchschnittlichen Ergebnis (50. Perzentil) auch ein subanlageklassentypisches positives und negatives Ergebnis abgebildet (95. bzw. 5. Perzentil). Da etwa Venture-Capital-Investments häufig in der risikoreichen Frühphase eines Unternehmens stattfinden, ist hier der Unterschied zwischen den besten und den schlechtesten fünf Prozent der analysierten Produkte besonders groß.

Zudem sind Investoren gut beraten, vorhandene Marktindizes kritisch zu hinterfragen. Denn die verfügbaren Datenquellen enthalten häufig enorme Verzerrungen („Biases“), die in vielen Fällen auf die Datenerfassung zurückgehen. Der „Survivorship Bias“ sorgt beispielsweise dafür, dass die Returns einer Anlageklasse zu positiv erscheinen. Denn erfolglose Strategien scheiden nach und nach aus dem Markt aus und verschwinden auch aus den Indizes – erfolgreiche bleiben dagegen im Markt und verzerren so die Returnindizes nach oben. Investoren müssen also auf die entsprechenden Regelwerke der Anbieter achten, um die Verlässlichkeit der Indizes einschätzen zu können.

Ein weiteres Beispiel: Wenn Anbieter Indizes auf der Basis von Daten erstellen, die von General Partners (GPs, siehe Abschnitt 2.1) der Transaktion bereitgestellt werden, kann ein „Selective Bias“ entstehen. Grund dafür ist, dass GPs als Manager der Fonds einen Anreiz haben, vorwiegend Transaktionen mit positiven Returnergebnissen an die Indexanbieter zu übermitteln, um selbst in einem besseren Licht dazustehen. Einen Ausweg bieten Indexkompositionen, die sich auch auf Daten von Limited Partners (LPs, siehe Abschnitt 2.1), also der Investoren, stützen. Diese haben kein Interesse, dass die Ergebnisse zu positiv erscheinen und werden entsprechend keine geschönte Auswahl vornehmen, wenn sie die Daten übermitteln.

Generell gibt es große Unterschiede mit Blick auf die Verfügbarkeit von historischen Daten für die Subanlageklassen innerhalb der Alternativen Investments. Beispielsweise liegen für Direct Lending nur verhältnismäßig kurze Zeitreihen vor. So führen verschiedene Datenbanken erst seit 2010 entsprechende Kennzahlen über Direct-Lending-Fonds. Bei Private Equity existieren hingegen bereits seit den 1980er-Jahren Daten. Spätestens seit der Jahrtausendwende ist die Datenhistorie aufgrund des großen Fondsuniversums auch voll belastbar. Die oben genannten Verzerrungen können sich besonders stark auswirken, wenn zu wenige Datenpunkte oder eine zu kurze Zeitreihe vorliegen – „Ausreißer“ beeinflussen das Ergebnis dann in besonders großem Umfang.

Dieser Umstand zeigt, dass eine intensive Qualitätsüberprüfung der zur Verfügung stehenden Daten und eine entsprechende Anpassung unverzichtbar für eine solide Analyse sind. Denn sonst entsteht die Optimierung des Portfolios auf einer falschen Grundlage, was eine Überallokation von Alternativen Investments nach sich ziehen könnte. Um dies zu vermeiden und zu besseren Ergebnissen zu kommen, gilt also: Eine sorgsame Auswahl der Datenanbieter ist unerlässlich, genauso wie eine genaue Qualitätsüberprüfung der verwendeten Daten.

Investoren müssen auch die bereits beschriebenen spezifischen Eigenschaften von Alternativen Investments berücksichtigen, wie beispielsweise die Illiquidität der Anlageklassen mit der Konsequenz einer entsprechend langen Kapitalbindung sowie anlageklassenspezifischer Auszahlungsprofile. Bei den Returns bieten sich deshalb Maße wie der interne Zinsfuß¹⁵ sowie der TVPI¹⁶ an, die diesen Eigenschaften Rechnung tragen. Im folgenden Abschnitt werden wir uns deshalb mit geeigneten Konzepten beschäftigen, die wir später für die Portfoliokonstruktion benötigen.

¹⁵ Internal Rate of Return (IRR): Derjenige Kalkulationszinssatz, bei dem sich ein Kapitalwert von null ergibt.

¹⁶ Der TVPI (Total Value to Paid-in Capital) ist eine Kennzahl, die alle Kapitalrückflüsse mit dem eingezahlten Kapital ins Verhältnis setzt.

3.2 Returneigenschaften von Alternativen Investments

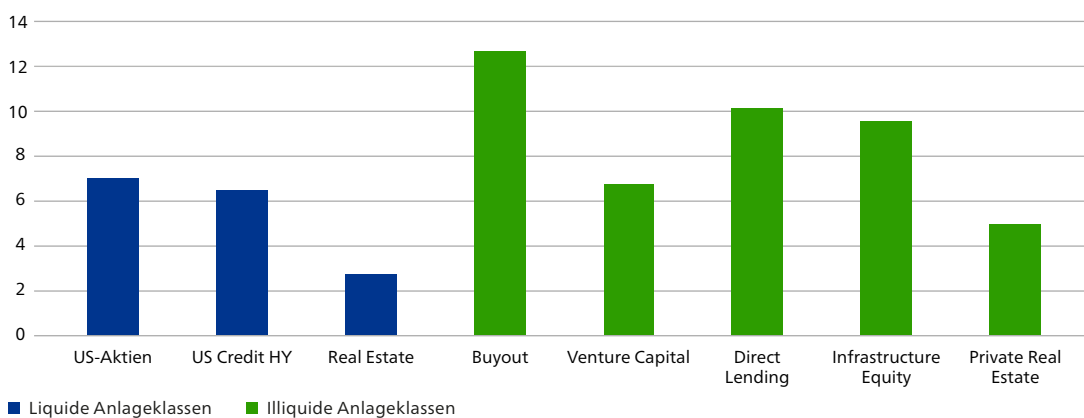
Ein Grund für die steigende Beliebtheit von Alternativen Investments sind die Prämien, die Investoren in den vergangenen Jahren vereinnahmen konnten. Seit dem Jahr 2000 haben Anlagen in den Bereichen Buyout und Infrastructure Überrenditen gegenüber einer Anlage in globalen Aktien erzielt. So erreichten Buyout mit 12,6 Prozent und Infrastructure Equity mit 9,5 Prozent deutlich höhere Returns als US-Aktien mit 7,0 Prozent. Investitionen in Direct Lending schnitten zugleich mit 10,1 Prozent besser ab als Anlagen in High-Yield-Unternehmensanleihen aus den USA mit 6,4 Prozent. Auch Private Real Estate erzielte mit einem Return von 4,9 Prozent eine Überrendite gegenüber gelisteten Immobilieninvestments (siehe Abbildung 9). Bei Anlagen in Venture-Capital-Investitionen (6,7 Prozent) war im Durchschnitt historisch keine Risikoprämie zu öffentlichen Märkten zu vereinnahmen; hier sind die Returns innerhalb der Kategorie extrem breit gestreut und von idiosynkratischen Faktoren des jeweiligen Engagements abhängig.

Insbesondere in den Jahren nach der Jahrtausendwende bis zur globalen Finanzkrise 2008 war die Wertentwicklung in einem noch relativ jungen und wachsenden Markt getrieben von einem freundlichen volkswirtschaftlichen Umfeld und verhältnismäßig niedrigen Zinsen, die den Fremdkapitaleinsatz als Hebel begünstigten. Venture-Capital-Strategien hatten in dieser Phase noch mit den Nachwirkungen des Dotcom-Einbruchs zu kämpfen und wiesen eine eher gemischte Wertentwicklung auf. Infrastrukturinvestitionen etablierten sich in dieser Marktphase mit ersten institutionellen Inflows bei stabiler Performance. Der Bereich des Direct Lending stellte in dieser Phase noch eine absolute Nische dar (siehe Abbildung 10). Immobilieninvestments waren hingegen bereits etabliert und wiesen eine starke Performance auf.

Die globale Finanzkrise lastete dann in den Jahren 2008 bis 2011 deutlich auf den Returns, insbesondere im Bereich Private Equity.

Abbildung 9 **Alternative Investments: Prämien gegenüber liquiden Assetklassen**

Historische Renditen von ausgewählten liquiden und illiquiden Assetklassen*
in lokaler Währung, in Prozent pro Jahr



Quellen: MSCI, BofA-ML, MSCI Burgiss, Preqin, Union Investment. Stand: 26. Juni 2025.

* Zeitraum von Dezember 1999 bis Dezember 2024 außer bei Direct Lending (ab Juni 2010), Infrastructure Equity (ab Juni 2006) und Private Real Estate (ab September 2010).

Exits von Buyout-Strategien, sei es an öffentlichen Märkten oder über strategische Käufer, wurden in diesem Umfeld schwieriger. Die Wertentwicklung von Venture Capital brach durch das Versiegen der Refinanzierungsquellen (Funding Crunch) besonders stark ein. Dagegen konnten sich Infrastrukturinvestments relativ gut halten und ihre Diversifikationseigenschaften zeigen. Die stabilen Cashflows schützten vor zyklischen Abschwüngen. Durch den Rückzug von Banken, unter anderem durch die regulatorisch verschärften Eigenkapitalanforderungen, entstand in dieser Phase Rückenwind für den Direct-Lending-Markt mit attraktiven Einstiegsmöglichkeiten.

In den Jahren nach der Finanzkrise entwickelten sich dann sämtliche Segmente bis in den Beginn der 2020er-Jahre stark. Die extrem günstige Finanzierung im Umfeld der unkonventionellen Geldpolitik (Quantitative Easing) trieb die Bewertungen und Returns. Venture Capital bot dabei Zugang zu attraktiven Geschäftsmodellen im Hochtechnologiebereich (Mobilfunk, Cloud, künstliche Intelligenz etc.). Der Anlagenotstand der Investoren im Niedrigbeziehungswise Negativzinsumfeld machte zudem Anlagen wie Infrastruktur, Real Estate und Direct Lending mit stabilen Cashflows als

„Yield Plays“ besonders attraktiv und trieb auch hier Bewertungen und Performance.

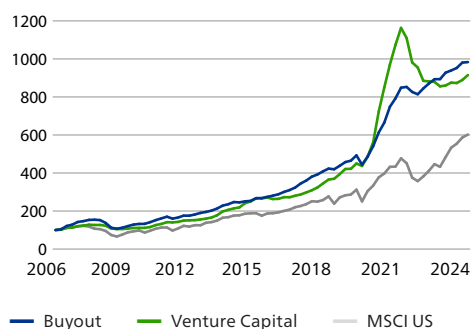
Die Coronapandemie sorgte dann ab 2020 zunächst für einen Einbruch der Inflation: Die Preise für viele Güter und Dienstleistungen fielen aufgrund von Nachfrageschocks. Auf der anderen Seite wurde die Wirtschaft gleichzeitig durch einen Angebotsschock getroffen, weil Lieferketten unterbrochen wurden und bestimmte Waren nicht mehr hergestellt werden konnten.

Die Notenbanken ergriffen geldpolitische Maßnahmen, um die Zinssätze niedrig zu halten. Nach der anfänglichen Deflation begann die Inflation wieder zu steigen, was die Notenbanken zu einer Straffung ihrer Geldpolitik veranlasste. Durch die steigenden Zinsen und Renditen veränderte sich auch das Umfeld für Alternative Investments, weil sich beispielsweise das Fremdkapital verteuerte und Anleger wieder mehr Möglichkeiten der Geldanlage hatten. Waren Alternative Investments zu Beginn noch verhältnismäßig gut durch die Krise gekommen, verschlechterte sich die Situation für viele Subanlageklassen ab 2022. Besonders Buyout und Venture Capital taten sich in den Jahren 2023 und 2024 schwer. Exits waren in dieser Zeit

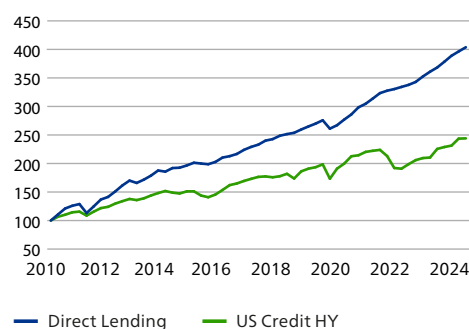
Abbildung 10

Alternative Investments historisch mit deutlicher Outperformance

Returns ausgewählter illiquider und liquider Anlagen
vierteljährlich, 30.06.2006 = 100



Returns ausgewählter illiquider und liquider Anlagen
vierteljährlich, 30.06.2010 = 100



Quellen: Burgiss, Bloomberg, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2024.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

schwieriger, deshalb sanken die Ausschüttungen an Investoren, und die Wertentwicklung fiel schwächer aus. Im Bereich Real Estate zeigte sich ein gemischtes Bild: Büroimmobilien und Einkaufszentren entwickelten sich schwach, während Wohnimmobilien und Logistik stabil blieben (siehe Exkurs im Kapitel 2). Direct Landing profitierte, vor allem durch die variable Verzinsung und einen strukturellen Rückzug der Banken aus der Unternehmensfinanzierung. Infrastrukturinvestments zeigten sich stabil. Gerade die Digitalinfrastruktur entwickelte sich dynamisch, wobei Bewertungen und Fund Raising robust ausfielen.

Bewertung und Umfeld

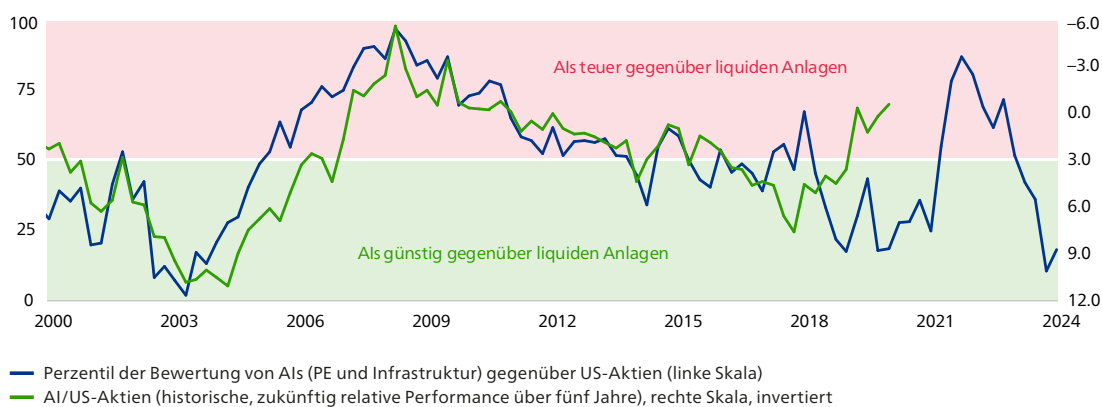
Bevor wir die Returnprognosen für die einzelnen Subanlageklassen herleiten und diskutieren, müssen wir zunächst die Frage der Bewertung klären. Denn Bewertung und Return stehen in einem direkten Zusammenhang: Die möglichst korrekte Bewertung eines Vermögenswerts ist die Grundlage einer soliden Einschätzung des potenziellen Returns. Für Alternative Investments stellt die Bewertung

ein zentrales Element bei der Beurteilung der Attraktivität der Anlageklasse dar. Ein Grund dafür ist der längere Investmenthorizont von Alternativen Investments, gerade im Vergleich zu liquiden Wertanlagen. Für die Bewertung sind verschiedene Verfahren geeignet. Für dieses White Paper greifen wir insbesondere auf die Bewertung privaten Eigenkapitals (Buyout, Venture Capital und Infrastructure Equity) anhand verschiedener makroökonomischer Variablen wie BIP-Wachstum, Inflation sowie Renditen von Staatsanleihen zurück.

Aktuell sind eigenkapitalorientierte Investments, also Buyout, Venture Capital und Infrastructure Equity, relativ zu den öffentlichen Kapitalmärkten und vor dem Hintergrund des makroökonomischen Umfelds (BIP-Wachstum, Inflation und Zinsniveau) verhältnismäßig günstig bewertet – die Prämie, die Investoren bei einem Investment erzielen können, ist also vergleichsweise hoch. Eine historische Analyse, die Bewertung und eine (historische) Performance-Erwartung über die nächsten fünf Jahre zusammenbringt, zeigt: Eigenkapitalorientierte Investments im AI-Bereich weisen aktuell attraktive Returnpotenziale auf und versprechen

Abbildung 11 **Alternative Investments vergleichsweise günstig bewertet**

Bewertung und Performance der eigenkapitalorientierten Alternativen Investments gegenüber US-Aktien
in Prozent pro Jahr



Quellen: MSCI, BofA-ML, MSCI Burgiss, Preqin, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2024.

positive Prämienerträge (siehe Abbildung 11). Zuletzt waren die erzielbaren Returns der Anlageklasse schwächer als die modellierten Erträge und durch ein schwieriges Umfeld beim Exit aus den Transaktionen belastet. Strukturelle Verschiebungen zwischen Returns von öffentlichen und privaten Märkten werden im Zeitablauf von den Modellen abgebildet.

Ertragserwartungen für Alternative Investments

Investitionen in private Märkte weisen typischerweise Ertragsprämien gegenüber Investitionen in liquide öffentliche Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen auf. Dabei gibt es verschiedene Erklärungsansätze für diese Ertragsprämien:

- **Illiquiditätsprämie:** Wie insbesondere in Kapitel 2.1 beschrieben, wird Investorenkapital beim Engagement in privaten Märkten langfristig gebunden. Dafür fordern Investoren eine Kompensation in Form der Illiquiditätsprämie.
- **Aktive Wertschöpfung:** Häufig greifen Private-Equity-Unternehmen aktiv in die operative Geschäftsführung, Finanzierungsentscheidungen oder die strategische Ausrichtung der investierten Unternehmen ein. Dadurch besteht für Unternehmen in „Privatbesitz“ relativ zu börsennotierten Aktiengesellschaften eine stärkere Verbindung zwischen Eigentümern und Management.
- **Informationsasymmetrie:** Im Verhältnis zu öffentlichen börsennotierten Unternehmen mit hohen Anforderungen an die Informationstransparenz besteht bei nicht gelisteten Unternehmen die Möglichkeit für Investoren,

sich über eigene Due Diligence Informationsvorteile zu verschaffen und damit ein attraktives Investitionspricing auf Basis von noch nicht „eingepreisten“ Informationen zu erreichen.

- **Langfristorientierung:** Die langfristige Orientierung von Investitionen in den privaten Markt kann im Verhältnis zu kurzfristig ausgerichteten Investitionen und Managementmaßnahmen dazu beitragen, sich auf eine langfristige Wertschöpfung zu konzentrieren.
- Weitere Gründe: Der **Hebeleffekt** durch Fremdkapitaleinsatz ist ein wichtiger Performancetreiber. Zudem sind Unternehmen häufig in relativ kleinen, weniger effizienten **Nischenmärkten** tätig und können so höhere Gewinne erzielen.

Um illiquide Alternative Investments in unsere Strategische Asset Allocation integrieren zu können, formulieren wir für die folgenden Subanlageklassen in den Regionen Nordamerika und Europa¹⁷ Ertragserwartungen, um die beschriebenen Ertragsprämien zu quantifizieren.

- Private Equity Buyout
- Private Equity Venture Capital
- Private Debt Direct Lending
- Infrastructure Equity
- Private Real Estate¹⁸

Die Ertragserwartungen formulieren wir für einen Zeitraum von zehn Jahren. Damit werden wir dem für diese Anlageklassen typischen

¹⁷ Damit richten wir unsere Ertragsprognosen auf Investitionen in entwickelten Märkten aus, ohne zusätzliche Risikofaktoren und Länderrisiken für Investitionen in Schwellenländern zu inkludieren. Die Abbildung von Ertragserwartungen einer reinen „Europastrategie“ scheitert an der begrenzten Verfügbarkeit ausreichender Datenhistorie. So sind sowohl die Anzahl der Investmentvehikel als auch das verwaltete Vermögen für europäische Strategien deutlich geringer als für die USA.

¹⁸ Nur für Europa.



langfristigen Investitionshorizont gerecht (siehe Kapitel 2 zu Cashflow-Profilen). Die Basis dieser Ertragserwartung stellt unsere bewährte Methodik zur Formulierung langfristiger, fundamentaler Ertragsprognosen für liquide Anlageklassen dar. Dabei bilden makroökonomische Inputgrößen die Grundlage für unsere Berechnungen, wie beispielsweise das BIP-Wachstum, Leitzinsen und Inflationserwartungen, aber auch die Entwicklung von Gewinnmargen der Unternehmen und die Bewertung der verschiedenen Anlageklassen („Fair Values“). Für alle Anlageklassen ermitteln wir so einen Total Return bestehend aus einer laufenden Rendite sowie einem Kapitalertrag beziehungsweise -verlust durch die Migration auf die Fair Values, die wir mit den fundamentalen makroökonomischen Ankern modelliert haben.

Anschließend berechnen wir für die oben genannten Subanlageklassen die über zehn Jahre erwartbaren Prämien erträge relativ zu einer liquiden, öffentlich gehandelten Anlageklasse (US-Aktien für PE-Buyout, PE-Venture Capital und Infrastructure Equity sowie US-HY für Direct Lending). Diese Prämien ermitteln wir mit Modellen, die unterschiedliche relevante Ansätze einer Ertragsschätzung für Alternative Investments kombinieren.

1. Bewertungsperspektive: Alternative Investments bedingen typischerweise langfristige Investitionszeiträume. Bei diesen langfristigen Engagements sind Bewertungsaspekte deutlich relevanter als bei kurzfristigen, taktischen Investments. Dieser Zusammenhang wurde oben auch im Rahmen der Diskussion des aktuellen Bewertungsumfelds für Alternative Investments erläutert (siehe Seite 28/29). Daher spielen Bewertungsansätze eine wichtige Rolle im Gesamtmodell der Ermittlung unserer Ertragserwartungen

für Alternative Investments: Wir schätzen dazu mit einem ökonometrischen Modell die Bewertung der Subanlageklasse auf Basis verschiedener makroökonomischer Variablen relativ zum öffentlichen Markt und leiten daraus eine Ertragserwartung ab.

2. Gesamtprämienperspektive: Alternative Investments können im Verhältnis zu einer vergleichbaren Anlageklasse im öffentlichen Markt betrachtet werden und liefern typischerweise langfristig einen Prämien ertrag zu dieser. Diese Prämie wird durch makroökonomische sowie anlageklassen- und investmentspezifische Faktoren und Werttreiber bestimmt. Die Prämien erträge von Alternativen Investments beinhalten aufgrund der reduzierten Liquidität eine Illiquiditätsprämie, aber auch andere Risikoprämien, wie beispielsweise Aktienrisikoprämien, Kreditrisikoprämien oder Länderrisikoprämien. Zur Ermittlung einer Gesamtprämienperspektive schätzen wir das langfristige Niveau einer jährlichen Prämie basierend auf einem bestehenden Umfeld aus Makroökonomie und Finanzbedingungen.

3. Buy-and-Hold-Perspektive: Die Buy-and-Hold-Perspektive betont ebenfalls die langfristige Natur von Engagements in Alternativen Investments. Hier beobachten wir, welche Prämien erträge (Internal Rate of Return) Investoren über die verschiedenen Vintages¹⁹ hinweg in den Anlageklassen vereinnahmen konnten.

Alle drei Modellperspektiven kombinieren wir dann je nach Prognosefähigkeit für die jeweilige Subanlageklasse zur Ermittlung eines Prämien ertrags.²⁰ Die Kombination aus Prämien ertrag und Ertragserwartung der unterliegenden öffentlich gehandelten Anlageklasse ermöglicht dann die Ermittlung einer

¹⁹ Im Zusammenhang mit Alternativen Investments bezieht sich der Begriff „Vintages“ auf das Jahr, in dem ein spezifischer Fonds aufgelegt oder ein Investmentvehikel gegründet wurde.

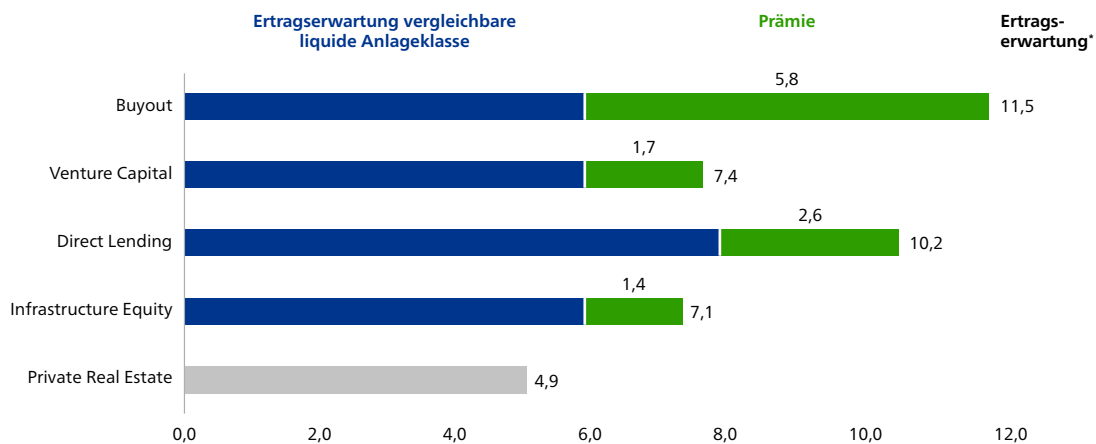
²⁰ Dabei werden die verschiedenen Perspektiven für jede Anlageklasse je nach „Fit“ der Modelle individuell kalibriert.



Abbildung 12

Unsere Ertragserwartungen für illiquide Alternative Investments

Erwartete Prämie vs. liquide Assetklassen
in Prozent pro Jahr



Quellen: MSCI, BofA-ML, MSCI Burgiss, Preqin, eigene Berechnungen. Stand: August 2025. 10-Jahres-Prognose in lokaler Währung.

* Diese Ertragsprognose setzt sich aus einer Ertragsprognose für US-Aktien (Buyout, Venture und Infrastructure Equity) bzw. US-Unternehmensanleihen High Yield (Direct Lending) und einem Prämienertrag für die AI-Anlageklasse zusammen.

finalen Ertragserwartung (siehe Abbildung 12).²¹ Die Ertragserwartungen für die zugrunde liegenden öffentlichen Märkte enthalten dabei unsere Prognosen für zentrale makroökonomische Werttreiber wie Wachstum, Inflation, Leitzinsentwicklung, aber zum Beispiel auch Unternehmensgewinne, Gewinnmargen, Bewertungsmultiples und Laufzeitenprämien. Dabei spiegeln diese Anker und damit auch unsere Ertragsprognosen für Alternative Investments die zentralen Einschätzungen zum säkularen Weltbild der Great Transformation mit seinen geopolitischen und makroökonomischen Treibern und Auswirkungen wider.

Auf welchen Annahmen basieren unsere Prognosen im Detail? Bei **Buyout** stützen die reduzierten Bewertungen die Anlageklasse, insbesondere im Vergleich zu öffentlichen Märkten. Vor allem die langfristige Bewertung der Anlageklasse erscheint vor dem Hintergrund des aktuellen und erwarteten makroökonomischen Umfelds günstig. Eben-

falls für Buyout spricht, dass die Zahl von Secondaries – bereits bestehende Beteiligungen an Private-Equity-Fonds – wächst und damit eine gewisse Liquidität in einem eigentlich illiquiden Markt entsteht. Für Investoren bieten sich somit mehr Einstiegs- und Ausstiegsoptionen. In Summe sind dies attraktive Eigenschaften dieser Subassetklasse mit Blick auf Bewertung, Prämien und Halte-dauer. Im Ergebnis liegen unsere Return-erwartungen für Buyout bei 11,5 Prozent pro Jahr und liefern damit eine deutliche Prämie von 5,8 Prozent pro Jahr gegenüber börsennotierten US-Aktien.

Allerdings unterliegt auch Buyout gewissen Risiken und Zyklen: In den Jahren 2021 und 2022 hat es in einem zum Teil überhitzten Markt Rekordvolumina an Deals gegeben, die sich weiterhin im System befinden und letztlich die Preise drücken. Außerdem verteuern höhere Zinsen das Fremdkapital. Für Investoren wird es somit teurer, ihr Eigenkapital zu hebeln, was die Returnerwartungen dämpft.

²¹ Die Ertragserwartungen von Private Real Estate wurden mithilfe eines Regressionsmodells aus der von Union Investment langfristig prognostizierten Immobilienmarktentwicklung ermittelt.



Bei **Venture Capital** sind unsere Returnerwartungen mit 7,4 Prozent pro Jahr etwas geringer. Damit erwarten wir eine Prämie von jährlich 1,7 Prozent im Vergleich zu liquiden Aktien. Risiken sind hier der Gegenwind durch das veränderte Zinsumfeld, welches das Fremdkapital verteuert, und eine höhere Sensitivität der Subanlageklasse gegenüber dem Konjunkturfeld. Makroökonomische Unsicherheit dämpft die Erwartungen von Private Equity generell und Venture Capital im Besonderen. Auch die vergleichsweise höheren Ausfallraten für Venture-Capital-Engagements reduzieren sowohl die historische realisierte Performance als auch die Ertragserwartungen. Zwischen 20 und 30 Prozent der Venture-Capital-Investments führen zum Totalverlust beziehungsweise realisieren nur Eigenkapitalwerte minimal über null. In turbulenten Marktphasen wie der Finanzkrise ab 2007, dem Coronaschock oder schweren Rezessionen steigt diese Ausfallwahrscheinlichkeit häufig auf 40 bis 45 Prozent.²² Die Sensitivität von Venture Capital ist zugleich aber auch ein positiver Werttreiber, eben weil die Entwicklung der Subassetklasse von der Weltwirtschaft abhängt. Für den Fall, dass eine Rezession ausbleibt, sollten die makroökonomischen Rahmenbedingungen den Boden für eine Stabilisierung von Venture Capital bereiten. Die Anlageklasse hat in den Jahren 2023 und 2024 eine schwierige Phase durchgemacht. In dieser Zeit wurden zudem die Bewertungen vieler Projekte reduziert. Mittlerweile sehen wir die Anlageklasse aus einer langfristigen Perspektive vor dem Hintergrund des makroökonomischen Umfelds als attraktiv bewertet an – das Potenzial für Wertsteigerungen ist gegeben.

Im Bereich **Private Debt** sehen wir bei Direct Lending ein Returnpotenzial von 10,2 Prozent pro Jahr und damit einen Prämienertrag von jährlich 2,6 Prozent. Gründe dafür sind die verhältnismäßig konsistenten Ergebnisse aus

einer Bewertungs-, Prämien- und Haltedauerperspektive. Zudem bietet Direct Lending ein gewisses Maß an Liquidität durch die relativ kurzen Lebenszyklen der Projekte, was die Attraktivität für Investoren steigert. Sie können auch mit attraktiven Renditeaufschlägen im Vergleich mit konventionellen Wertanlagen rechnen, weil die Nachfrage nach Finanzierungen außerhalb des Bankensystems weiter steigt. Auf der Risikoseite stehen dagegen ein schwaches Wachstumsumfeld sowie steigende Ausfallraten von Projekten durch die erhöhte weltwirtschaftliche Unsicherheit. Die Kredite, die im Rahmen der Direct-Lending-Engagements investiert werden, weisen im Normalfall keine Bonitätseinschätzung durch Ratingagenturen auf. Auf Basis relevanter Bonitätskennzahlen sind sie aber häufig im oberen Sub-Investment-Grade anzusiedeln (vergleichbar mit „BB+“- bis „B“-Ratings)²³. Diese Kredite werden oft an Unternehmen mit verhältnismäßig stabilen Cashflows, jedoch hohem Finanzierungshebel (Leverage: 4–6 x EBITDA) und begrenztem Zugang zu öffentlichen Märkten vergeben. Unsere kurz- und langfristigen Bewertungsperspektiven zeigen, dass die Bewertung privat gehandelter Assets relativ zum öffentlichen Markt im fairen Bereich liegt.

Die Subassetklasse **Infrastructure Equity**, bei der wir mit einem jährlichen Ertrag von 7,1 Prozent pro Jahr rechnen, zeichnet sich durch eine vergleichsweise geringe makroökonomische Sensitivität aus. Diese Eigenschaft und auch die häufig stabilen Cashflows der Projekte sind positive Werttreiber. Der zumindest partielle Inflationsschutz der Subassetklasse, den wir in Abschnitt 2.1 bereits beschrieben haben, ist im Umfeld der Great Transformation besonders wertvoll. Hinzu kommt der Rückenwind der Fiskalpolitik: Nach den großen Investitionsförderprogrammen der Biden-Regierung in den USA gewinnt das Thema auch in Europa weiter

²² Siehe CEPRES, [Market Volatility and Rising Default Trends: A Snapshot for Asset Managers](#), April 2025.

²³ Siehe Macquarie, [Infrastructure debt vs. Direct lending: A comparative analysis](#), Oktober 2024.



an Momentum – etwa mit Blick auf die Bereiche Verteidigung und Sicherheit, aber auch klassische Infrastruktur und die grüne Transformation der Wirtschaft. Die langfristige Bewertung der Anlageklasse ist eher im fairen Bereich. Hier zeigt sich unter anderem das strategische Investoreninteresse an Infrastrukturinvestments, die im beschriebenen geostrategischen Umfeld besonders profitieren. Damit liefert diese verhältnismäßig robuste Anlageklasse einen Prämienertag von 1,4 Prozent pro Jahr gegenüber den liquiden Aktien.

Auf der anderen Seite könnte die Nachfrage in den kommenden Jahren verhaltener ausfallen, weil im Verhältnis zur Vergangenheit aktuell relativ wenig zugesagtes, aber noch nicht investiertes Kapital („Dry Powder“) bereitsteht. Zudem fährt in den USA Präsident Trump die Unterstützung für erneuerbare Energien wie beispielsweise Windkraft zurück, was sich dämpfend auf die Subassetklasse auswirkt. Die zuletzt steigende Auflage von Secondaries ist hingegen differenziert zu betrachten. Einerseits stellen sie als „Brückentechnologie“ Liquidität bereit und helfen damit, AI-Quoten zu managen und die Ausschüttungen im Sinne der Investoren zu steuern. Andererseits sollten sie von den General Partners nicht dazu verwendet werden, Assets von einem alten in einen neuen Fonds umzubuchen, um mit einem Teil des frischen Kapitals die alten Investoren auszuzahlen.

Im Bereich **Private Real Estate** liegt die Performanceerwartung für Europa bei 4,9 Prozent pro Jahr. Private Real Estate zeichnet sich durch eine hohe makroökonomische Sensitivität aus. Darüber hinaus sind nahezu alle Gewerbemietverträge sowie immer mehr Wohnungsmietverträge indexiert und bieten so einen Inflationsschutz. Der Immobilienmarkt hat aber nach den schnellen und starken Zinserhöhungen der EZB sei Mitte 2022 deutlich korrigiert. Diese Korrektur ist nun weitgehend abgeschlossen, und perspektivisch ist wieder mit attraktiven Cashflows, moderatem Mietpreiswachstum sowie einer leichten Renditekom-

pression zu rechnen. Objekte werden zwar weiterhin fremdfinanziert, dieser Aspekt ist jedoch nicht mehr so entscheidend wie im Niedrigzinsumfeld. Wichtig bei Immobilieninvestitionen bleibt aber die Objektauswahl, da Themen wie Nachhaltigkeit, Homeoffice und Onlinehandel beim Erwerb berücksichtigt und entsprechend eingepreist werden müssen.

Exkurs: Konzepte für Performancemaße von Alternativen Investments

Investoren in AIs sind über die verschiedenen Lebenszyklusphasen der Investments hinweg mit unterschiedlichen Returnmaßen konfrontiert. Im Rahmen dieses White Papers diskutieren wir die drei wichtigsten: den internen Zinsfuß (Internal Rate of Return, IRR), DPI (Distributions to Paid-in) und TVPI (Total Value to Paid-in Capital). Alle diese Maße stellen auf abgerufenes Kapital („Called Capital“) ab, nicht auf verpflichtetes Kapital („Committed Capital“). Letzteres ist das gesamte Kapital, das Investoren für ein Projekt zugesagt haben, während das abgerufene Kapital derjenige Teil ist, der von Fondsmanagern tatsächlich genutzt wurde, um Investitionen zu tätigen.

- **Interner Zinsfuß (IRR):** Der IRR beschreibt den Kalkulationszinssatz, für den der Barwert aller Zahlungsströme eines Investments null ergibt. Damit eignet sich dieses Maß für die Bewertung von Investments mit Zahlungsströmen, die zu verschiedenen und weit auseinander liegenden Zeitpunkten erfolgen. Unsere Kapitalmarktprognosen können als Erwartung für den IRR eines Investments in der jeweiligen Anlageklasse verstanden werden. Wir vergleichen diesen mit den Total-Return-Prognosen (Erträge + Kursgewinne bzw. -verluste) für liquide Anlageklassen.
- **Distributions to Paid-in (DPI):** Der DPI setzt die Ausschüttungen, welche die Investoren erhalten haben, in ein Verhältnis zum eingezahlten Kapital. Diese Maßzahl eignet sich besonders für Investitionsprojekte in einer



reifen Lebenszyklusphase, in der bereits nennenswerte und repräsentative Ausschüttungen vorliegen.

- **Total Value to Paid-in Capital (TVPI):** Zur Ermittlung des TVPI wird die Summe der Ausschüttungen und des Residualwerts (Restwerts) des Projekts durch das eingezahlte

Kapital dividiert. Die Einbeziehung des Restwerts führt zu einer gesamthaften Betrachtung, die realisierte und nicht realisierte Performancekomponenten berücksichtigt. Diese Maßzahl kann somit auch in frühen Phasen eines Projekts als Performancemaßstab dienen, wenn noch keine oder nur geringe Ausschüttungen erfolgt sind.

3.3 Risikoeigenschaften von Alternativen Investments

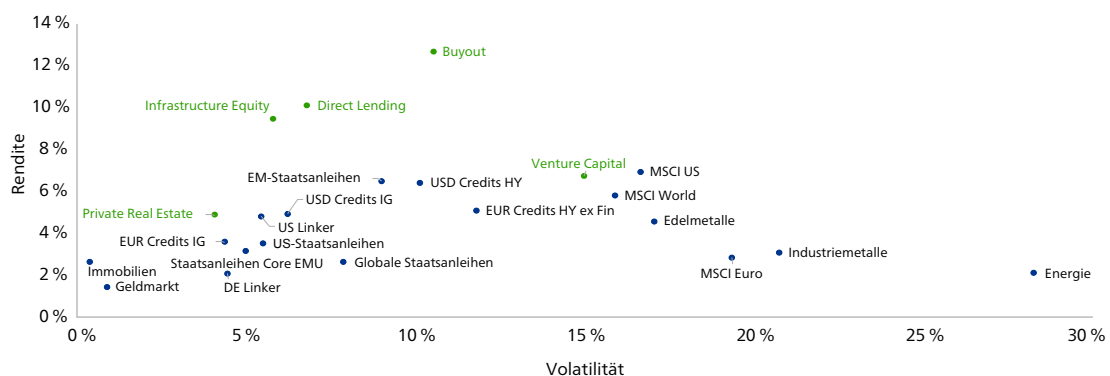
Neben ihren vorteilhaften Returneigenschaften (siehe Kapitel 3.2) weisen Alternative Investments häufig auch geringere Wertschwankungen auf als viele Assets, die an öffentlichen Märkten gehandelt werden. Das gilt insbesondere dann, wenn der Fokus auf traditionellen Risikomaßen wie der Volatilität und der Korrelation liegt.

Die Ursachen liegen zum einen in den Anlagen selbst. So generieren etwa Infrastrukturinvestments durch ihre langfristige Planbarkeit und vergleichsweise geringe Abhängigkeit von Konjunkturzyklen gut prognostizierbare, stabile Cashflows. Zum anderen sorgen auch die typischerweise quartalsweisen Bewertungsintervalle (siehe oben) für eine geringere Volatilität.²⁴

Abbildung 13

Alternative Investments: Historisch gutes Rendite-Risiko-Verhältnis

Historische Rendite und Volatilität*
in Prozent pro Jahr



Quellen: MSCI, BofA-ML, MSCI Burgiss, Preqin, eigene Berechnungen. Stand: August 2025.

* Historische Renditen/Volatilitäten: Zeitraum von Dezember 1999 bis Dezember 2024 außer bei Direct Lending (ab Juni 2010), Infrastructure Equity (ab Juni 2006), Private Real Estate (ab September 2010), Rohstoffe (ab März 2009), EUR Credits HY ex Fin (Dezember 2007) und EM-Staatsanleihen (Dezember 2001).

²⁴ Weitere Herausforderungen bei der Bewertung der Volatilität von Alternativen Investments finden sich ab Seite 37.



Wie Abbildung 13 zeigt, hatten Alternative Investments in der Vergangenheit häufig ein besseres Rendite-Risiko-Verhältnis als vergleichbare liquide Assetklassen. Seit 2006 haben etwa private Immobilieninvestments maximal um bis zu fünf Prozent im Wert geschwankt (annualisiert, vierteljährlich). Sie liegen damit im Bereich von inflationsindexierten Anleihen und Investment-Grade-Unternehmensanleihen – bei einer gleichzeitig höheren Rendite. Investments in Infrastructure Equity, Direct Lending und Buyout orientieren sich mit Blick auf die Volatilität an chancenorientierten Rentenanlageklassen wie etwa Emerging-Markets-Staatsanleihen und High-Yield-Unternehmensanleihen. Doch auch sie erzielten höhere Renditen. Lediglich Venture Capital erreichte Volatilitäten im Bereich der Aktienmärkte von 15 Prozent und mehr. Damit waren illiquide Als in der Lage, attraktive Zusatzerträge bei einer häufig reduzierten Schwankungsbreite zu erwirtschaften.

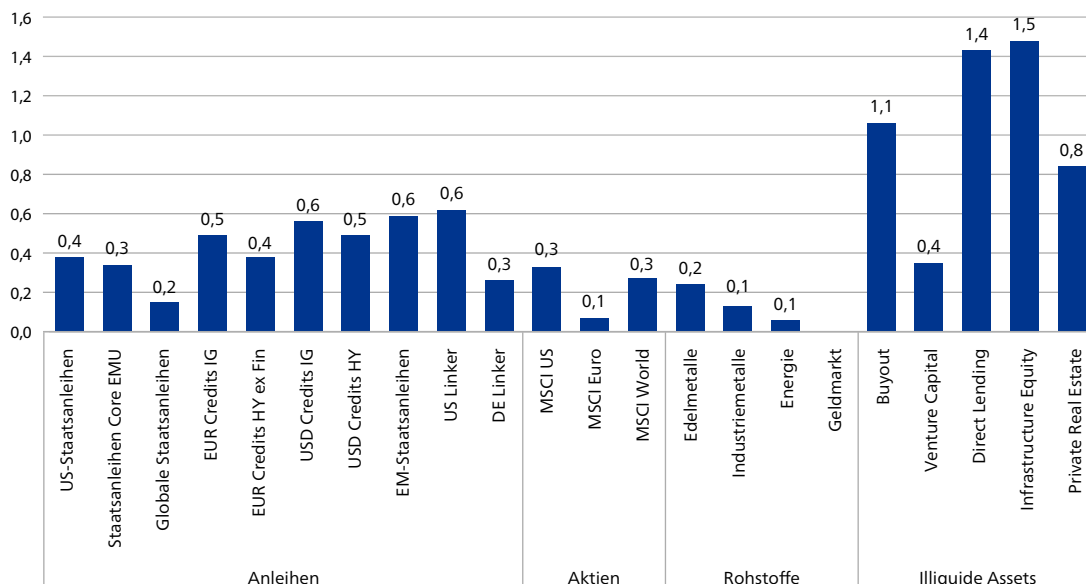
Ein ähnliches Ergebnis liefert die Analyse der Sharpe Ratio: Diese Kennzahl misst, wie viel Überrendite ein Investment im Vergleich zu einem risikofreien Zinssatz pro Einheit des eingegangenen Risikos erzielt. Das Ergebnis ist die sogenannte risikoadjustierte Rendite des Investments. Der Vergleich der Anlageklassen zeigt, dass Alternative Investments mit Blick auf diese Kennzahl in den vergangenen Jahren eine gute Wahl für Investoren waren. Insbesondere in den Bereichen Buyout, Direct Lending und Infrastructure konnten sie mit Sharpe Ratios von 1 bis 1,5 ausgesprochen attraktive Ergebnisse erzielen. Auch Private Real Estate wies mit einer Sharpe Ratio von circa 0,8 ein attraktives Rendite-Risiko-Profil auf. Lediglich Venture Capital lag mit einer Sharpe Ratio von circa 0,4 auf dem Niveau liquider Aktienmärkte (siehe Abbildung 14).

Auch der Blick auf klassische Korrelationen zeigt die Potenziale der Beimischung von

Abbildung 14

Alternative Investments: Historisch gutes Rendite-Risiko-Verhältnis

Sharpe Ratio*



Quellen: MSCI, BofA-ML, MSCI Burgiss, Preqin, eigene Berechnungen. Stand: August 2025.

* Historische Renditen/Volatilitäten: Zeitraum von Dezember 1999 bis Dezember 2024 außer bei Direct Lending (ab Juni 2010), Infrastructure Equity (ab Juni 2006), Private Real Estate (ab September 2010), Rohstoffe (ab März 2009), EUR Credits HY ex Fin (Dezember 2007) und EM-Staatsanleihen (Dezember 2001).

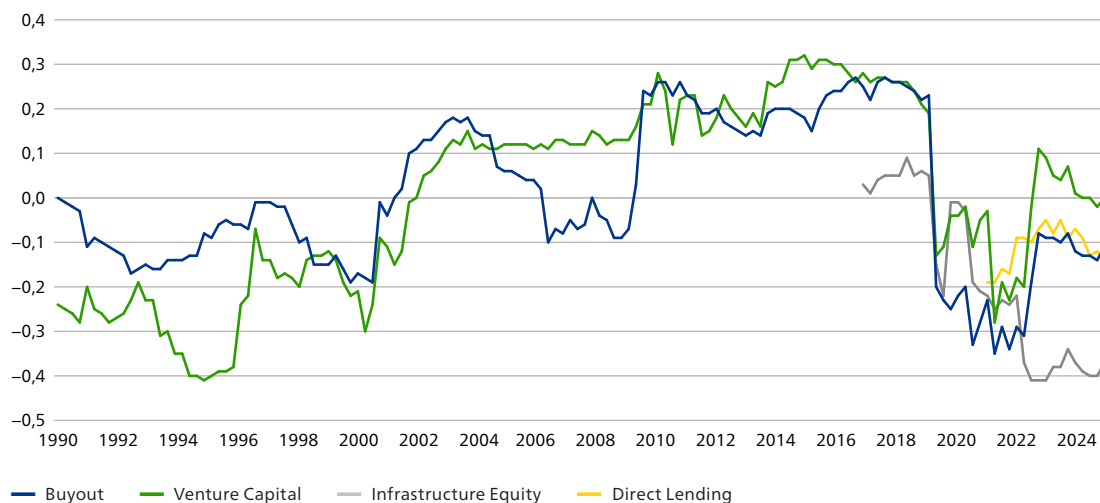


[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Abbildung 15

Alternative Investments als Portfolio-Diversifikator

Rollierende Korrelation (10 Jahre) von Alternativen Investments mit einem Portfolio aus 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Renten



Quellen: MSCI, BofA-ML, MSCI Burgiss, Preqin, eigene Berechnungen. Stand: 31. März 2025.

Alternativen Investments in Multi-Asset-Portfolios. Die Renditekorrelation von verschiedenen Alternativen Investments mit einem Portfolio aus 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Anleihen (60/40-Portfolio) lag seit 1990 zwischen $-0,4$ und $+0,3$. Der Gleich- oder Gegenlauf war damit verhältnismäßig klein und zum Teil deutlich geringer als die Korrelation zwischen einigen liquiden Assetklassen. Direct-Lending-Strategien sind dabei weitgehend unkorreliert zum 60/40-Portfolio. Sie liefern also Zusatzerträge, unabhängig vom Verlauf bei Aktien- und Rentenanlagen. Infrastrukturinvestments sind in den vergangenen Jahren zum klassischen Diversifikator geworden, indem sie einen (abgefederten) Gegenlauf zum 60/40-Portfolio entwickelt haben (siehe Abbildung 15).

Diese Diversifikationseigenschaften werden künftig noch wichtiger für Investoren. Denn wie in Kapitel 2 ausgeführt, steht die Great Transformation auch für eine Rückkehr des

Konjunkturzyklus mit einer zeitweisen Überhitzung der Volkswirtschaft und damit auch dynamischen Inflationsspitzen. In verschiedenen früheren Veröffentlichungen haben wir gezeigt, dass diese Phasen häufig mit einer Umkehr der typischerweise negativen Korrelation von Aktien- und Rentenanlagen einhergehen. Mit anderen Worten entwickeln sich beide Anlageklassen stärker in die gleiche Richtung. Das heißt, dass im Krisenfall Rentenanlagen die Verluste aus Aktienanlagen nicht mehr (oder nur noch in einem geringeren Maße als zuvor) abfedern können.²⁵

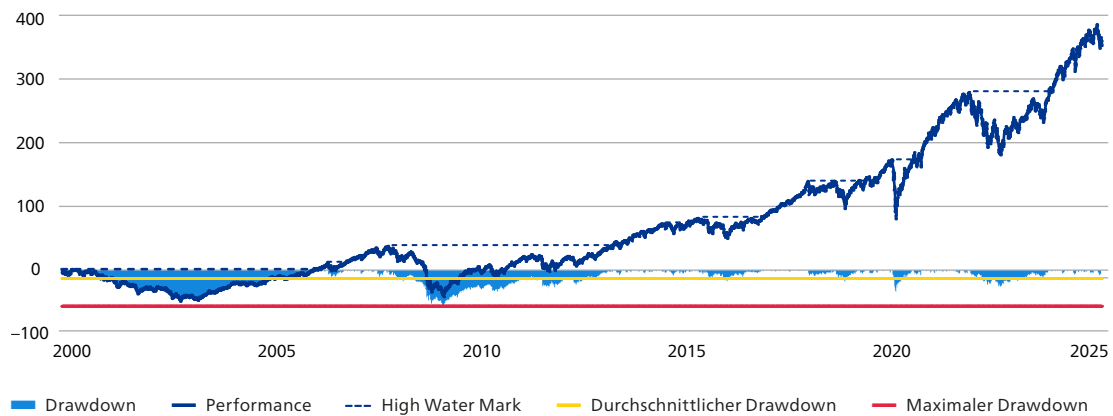
Ein Beispiel ist die Kapitalmarktentwicklung im Jahr 2022: Mit anziehenden Inflationserwartungen stiegen auch die Zinsen, die Anleihekurse gaben entsprechend nach. Gleichzeitig korrigierten in diesem Umfeld auch Aktienkurse stark. Ein klassisches Multi-Asset-Portfolio verlor damit auf beiden Seiten seiner zentralen Assetklassen.

²⁵ Siehe dazu das White Paper für die Risikomanagement-Konferenz 2022: „[Das Ende der Stabilität: Investieren in einer volatileren Welt](#)“.

Abbildung 16 Drawdown-Betrachtung zeigt Bewertungsverluste

Drawdown-Profil des MSCI World

in Prozent



Quellen: Bloomberg, Union Investment. Stand: 28. März 2025.

Es ist nicht unmittelbar absehbar, dass sich ein solches Szenario wiederholt – die Wahrscheinlichkeit dafür ist aber in der Great Transformation grundsätzlich erhöht. Deshalb werden zusätzliche Diversifikationsquellen noch wertvoller – und diese bieten Alternative Investments.

Herausforderungen und Erweiterung des Analyserahmens

Auf den ersten Blick weisen Alternative Investments niedrigere Volatilitäten auf als liquide Anlageklassen. Fundamentale Überlegungen lassen jedoch an dem Schluss zweifeln, dass kleine, illiquide und zum Teil hoch verschuldete Unternehmen ein geringeres Risiko aufweisen sollen als liquide Indizes aus den größten und profitabelsten Unternehmen der Welt. Offenbar reicht es nicht aus, ausschließlich auf die klassischen Risikomaße der Volatilität und Korrelation zurückzugreifen. Vielmehr müssen wir den Analyserahmen um zusätzliche Maße erweitern, um ein umfassendes Bild der Risikoeigenschaften von Alternativen Investments zu erhalten.

Denn die oben beschriebenen Vorteile, etwa mit Blick auf die Frequenz der Datenverfügbarkeit,

bergen auch Herausforderungen: Da Marktpreise nicht regelmäßig beobachtet werden können, wird oft der Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV) zur Bewertung von Alternativen Investments herangezogen. Doch zum einen handelt es sich dabei häufig um Schätzungen, zum anderen erfolgen diese auch nur vierteljährlich.

Zudem ergibt sich bei der Aggregation der NAVs zu einem Index ein weiteres Problem: Nicht alle General Partners (GPs) von Alternativen Investments berichten die NAVs ihrer Fonds zum Ende eines Quartals. Dies führt zu einer gewissen Verzögerung in den Bewertungen und zum Teil zu veralteten Daten. Zudem wird die Zeitreihe dadurch „geglättet“ und verhält sich eher wie ein gleitender Durchschnitt, womit es zu einer Unterbewertung der gängigen Risikokennzahlen kommen kann. Die im Kapitel 3.1 beschriebenen Verzerrungen („Biases“) verstärken das Problem. Eine ausführliche Due Diligence der verfügbaren Datenanbieter ist somit essenziell, um eine möglichst aussagekräftige analytische Datenbasis aufzubauen.

Zentrale Erkenntnis also für den Investor: Die niedrigen Volatilitäten geben das Risiko von Alternativen Investments nicht immer korrekt

wieder, was in letzter Konsequenz zu einer Überallokation illiquider Assets führen könnte. Es ist also eine erweiterte Risikobetrachtung nötig, um geeignete Portfolioallokationen zu ermitteln.

Drawdown-Verfahren zeigt Bewertungsverluste

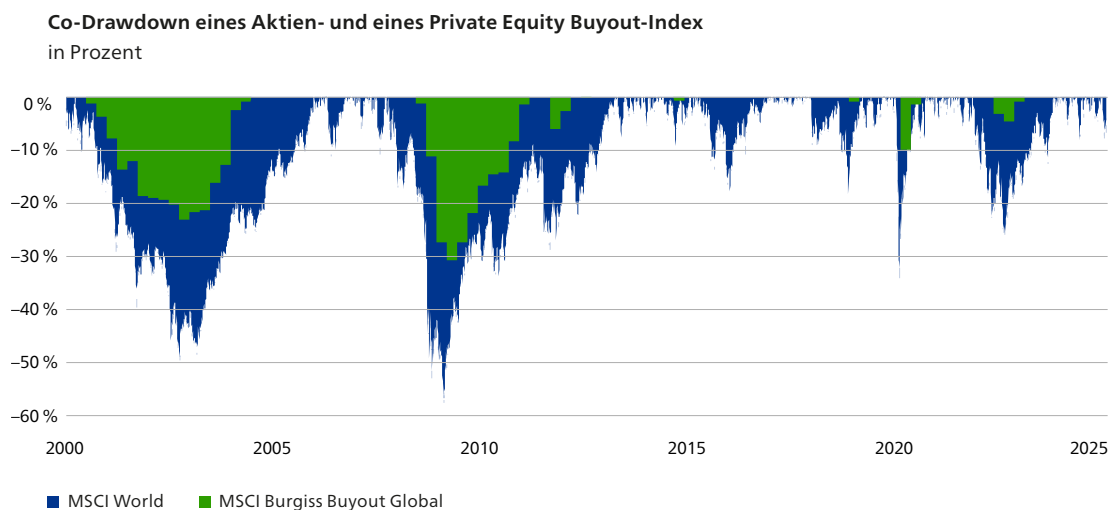
Eine zusätzliche Perspektive zur Beurteilung der Diversifikationseigenschaften von illiquiden Assetklassen liefert das „Drawdown“-Verhalten. Drawdowns definieren wir hier als die kumulierten Bewertungsverluste eines Investments vom historischen Höchststand bis zum Tiefpunkt. Abbildung 16 zeigt beispielhaft das Drawdown-Verhalten des MSCI World seit 2000.

Die Verwendung von Drawdowns als Risikomaß bietet insbesondere im Kontext illiquider Assets einige Vorteile gegenüber der Volatilität: Letztere braucht zur Berechnung streng periodische, das heißt gleichmäßig und eng frequen-

tierte Datenpunkte. Drawdowns hingegen sind ein kumulatives Maß, zur Berechnung sind weder viele Beobachtungen noch einheitliche Preisintervalle erforderlich. Dies erlaubt auch die Kombination von öffentlichen Märkten (mit in der Regel täglichen Datenpunkten) und privaten Märkten (mit oftmals nur quartalsweisen Bewertungen).

Im Grunde benötigen Drawdowns gar keine historischen Preisdaten. Aufgrund ihres intuitiven Konzepts ist es möglich, Drawdown-Erwartungen anhand fundamentaler Überlegungen zu schätzen. Es gilt für den sogenannten maximalen Drawdown lediglich die Frage: „Wie viel könnte ich bei einem spezifischen Asset in Zukunft maximal verlieren?“ Diese Zukunftsorientierung (ohne vorab fixierten Zeitraum²⁶) unterscheidet Drawdowns von Volatilitäten, die fast ausschließlich anhand historischer Daten geschätzt werden können. Drawdowns können damit eine wertvolle, zusätzliche Perspektive für die Bewertung illiquider Assets bieten.

Abbildung 17 Unsere Ertragserwartungen im Vergleich



Quellen: Bloomberg, MSCI Burgiss, Union Investment. Stand: 28. März 2025.

²⁶ Drawdowns werden im Gegensatz zum Value at Risk (VaR) ohne einen vorab fixierten Zeitraum ermittelt. Vielmehr bilden sie kumulativ die Verluste mehrerer aufeinanderfolgender negativer Perioden ab. Sie können als eine Art „unbegrenzter VaR“ verstanden werden und bilden das ökonomische Risiko theoretisch noch besser ab als der VaR.

Um den Diversifikationsvorteil von Alternativen Investments zu analysieren, arbeiten wir mit sogenannten Co-Drawdowns. Sie können als Wahrscheinlichkeit interpretiert werden, dass zwei Investments in Zukunft gleichzeitig Verluste erleiden. Das Maß bewegt sich entsprechend zwischen null Prozent („beide Strategien werden niemals gleichzeitig Verluste erleiden“) und 100 Prozent („beide Strategien werden immer gleichzeitig Verluste erleiden“).

Die Abbildung 17 veranschaulicht die Draw-downs des MSCI World sowie eines Private Equity Buyout-Index²⁷ seit 2000. Beide Strategien weisen signifikante Überschneidungen in

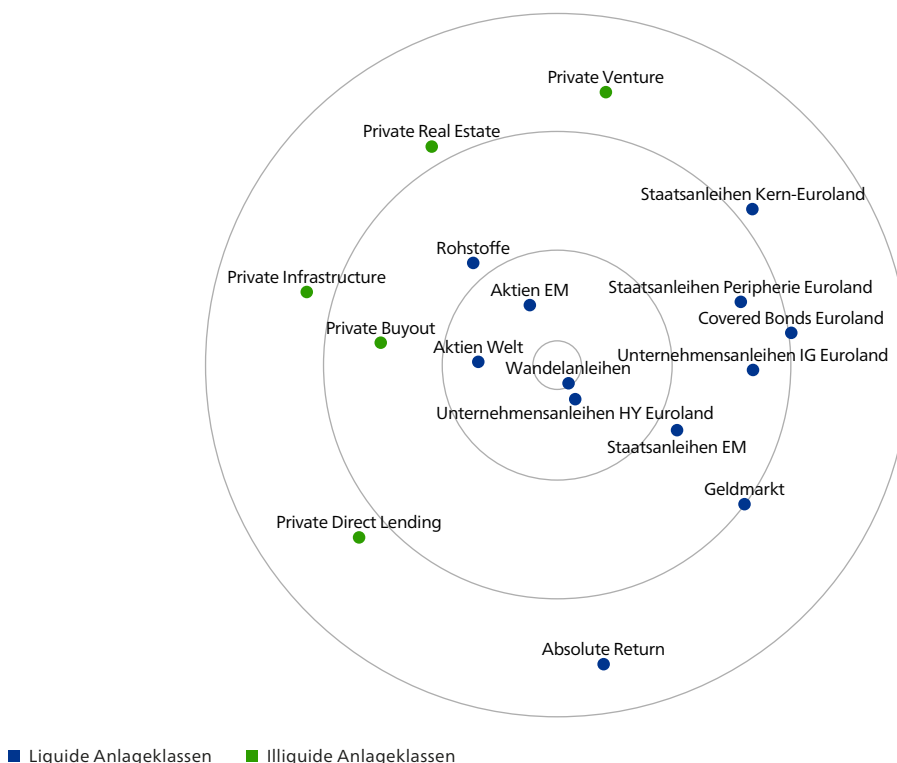
ihren Verlustphasen auf und befanden sich beispielsweise während der Dotcom-Krise und der globalen Finanzkrise gleichzeitig deutlich „unter Wasser“. Mathematisch ergibt sich dabei ein Co-Drawdown von 71 Prozent.

Diversifikationsverhalten von illiquiden Assets

Die zusätzliche Portfoliodiversifikation ist bei institutionellen Anlegern eines der zentralen Motive für das Investment in illiquide Assets. Ein dezidiert Blick auf das Diversifikationsverhalten sowohl von illiquiden Assets untereinander

Abbildung 18 Clustermap zeigt Diversifikationsvorteile von Alternativen Investments

Visualisierung von Diversifikationseigenschaften verschiedener (Sub-)Assetklassen*



Quellen: Bloomberg, MSCI Burgiss, Union Investment. Stand: 28. März 2025.

* Je weiter zwei Punkte in der Grafik voneinander entfernt liegen, desto niedriger ist der Co-Drawdown und umso höher der Diversifikationsvorteil zwischen den beiden Investments. Analyse mithilfe der externen Anwendung FountainArc. Die verwendeten Zeitreihendaten reichen (je nach Verfügbarkeit) mindestens bis 2010 zurück.

²⁷ MSCI Burgiss Buyout Global.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

als auch mit liquiden Assets ist also entscheidend für eine mögliche Portfoliooptimierung.

Diversifikation zielt dabei darauf ab, ausgeprägte Verluste und Klumpenrisiken im Portfolio zu vermeiden. Auf das oben beschriebene Konzept bezogen, sind also große Co-Drawdowns zwischen einzelnen Strategien unerwünscht. Über eine sogenannte „Clustermap“ können wir die Co-Drawdowns verschiedener Assetpaare darstellen (siehe Abbildung 18). Je weiter zwei Punkte in der Grafik voneinander entfernt liegen, desto niedriger ist der Co-Drawdown – und damit umso höher der Diversifikationsvorteil zwischen den beiden Investments.

Fügen wir zu einem Multi-Asset-Portfolio²⁸ Alternative Investments hinzu, zeigt die Clustermap, dass Alternative Investments Diversifikationsvorteile mit sich bringen. Sie weisen also andere Drawdown-Profile auf als liquide Assets und können damit dazu beitragen, das Portfolio stabiler zu machen.

Wie bereits beschrieben, verhalten sich globale Aktien- und Private-Buyout-Anlagen in Verlustphasen ähnlich. Auch in Kombination mit weiteren, eher riskanten Anlageklassen wie Aktien EM, Rohstoffen oder Credit HY weisen Private-Buyout-Investitionen relativ hohe Co-Drawdowns auf (siehe Abbildung 19).

Im Gegensatz dazu scheinen die anderen Subanlageklassen im Bereich der Alternativen Investments noch bessere Diversifikationseigenschaften zu bieten. So weist etwa Direct Lending in Bezug auf liquide Assets lediglich mit globalen Aktien einen Co-Drawdown von mehr als 50 Prozent auf. Infrastrukturanlagen haben hingegen ausgesprochen niedrige Co-Drawdowns, insbesondere mit den verschiedenen Fixed-Income-Anlagen. Allerdings stellen wir auch fest, dass die verschiedenen Subanlageklassen der Alternativen Investments sich in der Vergangenheit durchaus ähnlich verhalten haben und somit zum Teil auch hohe Co-Drawdowns untereinander aufweisen (beispielsweise Infrastruktur und Private Real Estate).

Abbildung 19

Co-Drawdown-Matrix belegt Vorteile von Alternativen Investments in Verlustphasen

Co-Drawdowns zwischen verschiedenen (Sub-)Assetklassen-Paaren*

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1 Aktien Welt	1,00	0,81	0,77	0,69	0,44	0,49	0,76	0,49	0,34	0,37	0,34	0,29	0,71	0,37	0,53	0,56	0,60
2 Aktien EM	0,81	1,00	0,75	0,79	0,52	0,54	0,70	0,59	0,47	0,42	0,43	0,28	0,62	0,46	0,37	0,52	0,57
3 Wandelanleihen (EUR hedged)	0,77	0,75	1,00	0,58	0,58	0,64	0,91	0,66	0,48	0,50	0,51	0,32	0,57	0,36	0,45	0,30	0,45
4 Rohstoffe ex Agrar	0,69	0,79	0,58	1,00	0,39	0,44	0,55	0,45	0,33	0,26	0,33	0,25	0,59	0,37	0,29	0,51	0,54
5 Staatsanleihen Peripherie Euroland	0,44	0,52	0,58	0,39	1,00	0,66	0,60	0,60	0,71	0,77	0,53	0,28	0,16	0,38	0,32	0,12	0,25
6 Unternehmensanleihen IG Euroland	0,49	0,54	0,64	0,44	0,66	1,00	0,70	0,83	0,53	0,69	0,60	0,35	0,34	0,30	0,28	0,23	0,27
7 Unternehmensanleihen HY Euroland	0,76	0,70	0,91	0,55	0,60	0,70	1,00	0,68	0,48	0,55	0,51	0,34	0,58	0,33	0,46	0,30	0,42
8 Staatsanleihen EM ex CCC (HW, EUR hedged)	0,49	0,59	0,66	0,45	0,60	0,83	0,68	1,00	0,54	0,64	0,62	0,44	0,34	0,37	0,22	0,23	0,28
9 Staatsanleihen Kern-Euroland	0,34	0,47	0,48	0,33	0,71	0,53	0,48	0,54	1,00	0,76	0,47	0,09	0,11	0,59	0,00	0,00	0,48
10 Covered Bonds Euroland	0,37	0,42	0,50	0,26	0,77	0,69	0,55	0,64	0,76	1,00	0,54	0,20	0,17	0,43	0,14	0,14	0,33
11 Geldmarkt	0,34	0,43	0,51	0,33	0,53	0,60	0,51	0,62	0,47	0,54	1,00	0,47	0,21	0,26	0,21	0,21	0,05
12 Absolute Return	0,29	0,28	0,32	0,25	0,28	0,35	0,34	0,44	0,09	0,20	0,47	1,00	0,22	0,00	0,27	0,19	0,00
13 Private Buyout	0,71	0,62	0,57	0,59	0,16	0,34	0,58	0,34	0,11	0,17	0,21	0,22	1,00	0,59	0,56	0,70	0,54
14 Private Venture	0,37	0,46	0,36	0,37	0,38	0,30	0,33	0,37	0,59	0,43	0,26	0,00	0,59	1,00	0,00	0,42	0,32
15 Private Direct Lending	0,53	0,37	0,45	0,29	0,32	0,28	0,46	0,22	0,00	0,14	0,21	0,27	0,56	0,00	1,00	0,56	0,00
16 Private Infrastructure	0,56	0,52	0,30	0,51	0,12	0,23	0,30	0,23	0,00	0,14	0,21	0,19	0,70	0,42	0,56	1,00	0,63
17 Private Real Estate	0,60	0,57	0,45	0,54	0,25	0,27	0,42	0,28	0,48	0,33	0,05	0,00	0,54	0,32	0,00	0,63	1,00

Quellen: Bloomberg, MSCI Burgiss, Union Investment. Stand: 28. März 2025.

* Die Matrix stellt die Co-Drawdowns zwischen den verschiedenen Anlagepaaren dar. Zeitreihen seit mindestens 2010, Analyse mithilfe von FountainArc.

²⁸ Hier bestehend aus globalen Aktien, Staatsanleihen aus dem Kern-Euroraum, Unternehmensanleihen (Investment Grade und High Yield), Schwellenländer-Staatsanleihen, Wandelanleihen, Rohstoffen und Immobilien.



Zusammenfassend können wir festhalten, dass vor allem Infrastruktur und Private Debt und in etwas geringerem Maße auch Private Venture und Private Real Estate ähnlich attraktive Diversifikationseigenschaften aufweisen wie zum Beispiel Absolute Return.

Zwischenfazit

Die Betrachtung der verschiedenen Risikoparameter zeigt: Alternative Investments können stark zur Diversifikation in Multi-Asset-Portfolios beitragen. Das gilt insbesondere auch in den beschriebenen Drawdown-Phasen, wo teilweise eine deutliche Entkopplung in der Bewegung von klassischen liquiden Assets zu beobachten ist.

Wie bei Aktien und Anleihen trifft aber auch für Alternative Investments zu: Am Ende entscheidet zu einem Großteil die Selektion über den Erfolg eines Investments. Dieser Effekt wird dadurch verstärkt, dass es sich bei Alternativen

Investments häufig um vergleichsweise konzentrierte Investments handelt, da sich in den entsprechenden Fonds im Durchschnitt lediglich zehn bis 30 Einzelinvestments befinden.

Dazu kommt, dass es bei Alternativen Investments noch größere Schwankungsbreiten als bei liquiden Wertanlagen gibt (siehe oben). Die Spreizung der Performance ist je nach Manager und Strategie innerhalb der Anlageklasse weiter als in öffentlichen Märkten. Dies verdeutlicht, welchen Stellenwert sowohl die Due-Diligence-Prüfung als auch die Auswahl von Managern bei der Investition in AIs haben. Wenn Investoren bei diesen beiden Faktoren Fehler machen, hat dies unmittelbare Auswirkungen auf die Performance ihrer Investitionen. Besonders kleinere Investoren haben zudem das Problem, dass der Zugang zu guten Managern gewährleistet sein muss – das ist aber gerade in diesen Fällen nicht immer gegeben. Ein sorgfältiger Due-Diligence-Prozess ist damit essenziell, um AIs in ein Multi-Asset-Portfolio zu integrieren.

3.4 Alternative Investments im Portfolio: Auswirkungen und Konstruktion

3.4.1 Historische Auswertung: Performance von Portfolios mit Alternativen Investments

Die beiden vorangegangenen Abschnitte haben gezeigt: Die Beimischung von Alternativen Investments in das Portfolio bringt Diversifikationsvorteile und birgt zudem zusätzliche Ertragspotenziale. Lange Zeit hielt sich der Druck auf institutionelle Investoren aber in Grenzen, auf alternative Wertanlagen zu setzen. In Zeiten der Great Moderation war die Diversifikation zwischen Aktien und Anleihen hoch. Es reichte aus, die Allokation dieser beiden Assetklassen im Portfolio zu optimieren, um die nötigen Diversi-

fikationsvorteile zu realisieren. Investoren konnten Aktien in Abhängigkeit ihrer Renditeziele und regulatorischer Rahmenbedingungen als Hauptertragstreiber im Portfolio nutzen.

Doch strukturelle Veränderungen sorgten dafür, dass sich Investoren in den vergangenen Jahren immer mehr den Alternativen Investments zuwendeten: Zum einen erforderte das Niedrig- und Negativzinsumfeld nach der Finanzkrise Veränderungen bei der Anlagestrategie, zum anderen war die Beschleunigung der Zeitenwende hin zur Great Transformation ein wichtiger Impuls, der alternativen Wertanlagen zugutekam.²⁹

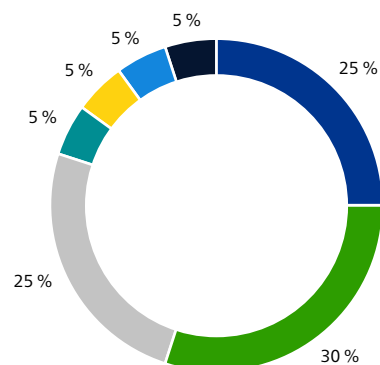
²⁹ Siehe unser [Risikomanagement-White Paper 2022: „Das Ende der Stabilität: Investieren in einer volatileren Welt“](#).



Abbildung 20

Erweiterung des Klassik-Portfolios um Alternative Investments**Klassik-Portfolio**

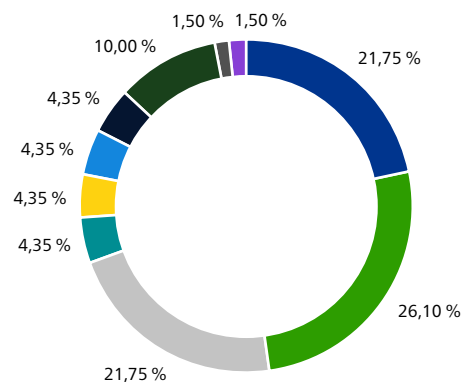
Anteile in Prozent



- Aktien Welt
- Staatsanleihen Kern-Euroland
- Unternehmensanleihen IG Euroland
- Unternehmensanleihen HY Euroland
- Staatsanleihen EM Global
- Wandelanleihen
- Rohstoffe

Praxis-Portfolio

Anteile in Prozent



- Aktien Welt
- Staatsanleihen Kern-Euroland
- Unternehmensanleihen IG Euroland
- Unternehmensanleihen HY Euroland
- Staatsanleihen EM Global
- Wandelanleihen
- Rohstoffe
- Immobilien
- Private Equity
- Infrastruktur

Quelle: Union Investment. Stand: August 2025.

Wir haben uns in den vorangegangenen Kapiteln mit den Risiko- und Returneigenschaften von Alternativen Investments beschäftigt. Nun gehen wir einen Schritt weiter und konstruieren ein Portfolio, das alternative Wertanlagen einschließt. Dazu analysieren wir zunächst, inwiefern Investoren in der Vergangenheit mit einer Beimischung von Alternativen Investments die Return- und Risikoeigenschaften ihrer Portfolios verbessern konnten. Zu diesem Zweck vergleichen wir ein „Klassik-Portfolio“ mit einem „Praxis-Portfolio“. Erstes ist ein „klassisches“ Mischportfolio mit Anleihen, Aktien und Rohstoffen ohne alternative Wertanlagen. Das Praxis-Portfolio ergänzt das Klassik-Portfolio mit einer Beimischung neuer Anlageklassen. Dabei entfällt der Großteil mit zehn Prozent auf Immobilien (in Form von Evergreen-Immobilienfonds). Private Equity und Infrastructure Equity werden mit jeweils 1,5 Prozent allokiert. Es ist insofern repräsentativ, da es in dieser Ausprägung in der Praxis oft bei institutionellen

Investoren zu finden ist. Abbildung 20 zeigt die Allokation der beiden Portfolios.

Welche Auswirkung hatte die Beimischung von Alternativen Investments in der Vergangenheit auf Performance- und Risikomaße? Unsere Auswertung zeigt, dass das Praxis-Portfolio seit 2005 eine leicht bessere Performance erzielt hat als das Klassik-Portfolio (4,9 Prozent pro Jahr im Vergleich zu 4,7 Prozent, siehe Abbildung 21). Gleichzeitig entwickelte sich das Portfolio mit Alternativen Investments aber deutlich weniger volatil (4,4 Prozent im Vergleich zu 5,0 Prozent).

Investoren konnten mit einer Beimischung von Alternativen Investments also bessere Returns erzielen. Je eher sie damit begonnen haben, desto stärker haben sie über die Jahre profitiert. Die Schwankungsbreite des Portfolios nahm durch die Beimischung ab. Daraus folgend verbesserten sich auch risikoadjustierte Returnmaße wie die Sharpe Ratio signifikant. Betrachten wir zusätzlich den maximalen

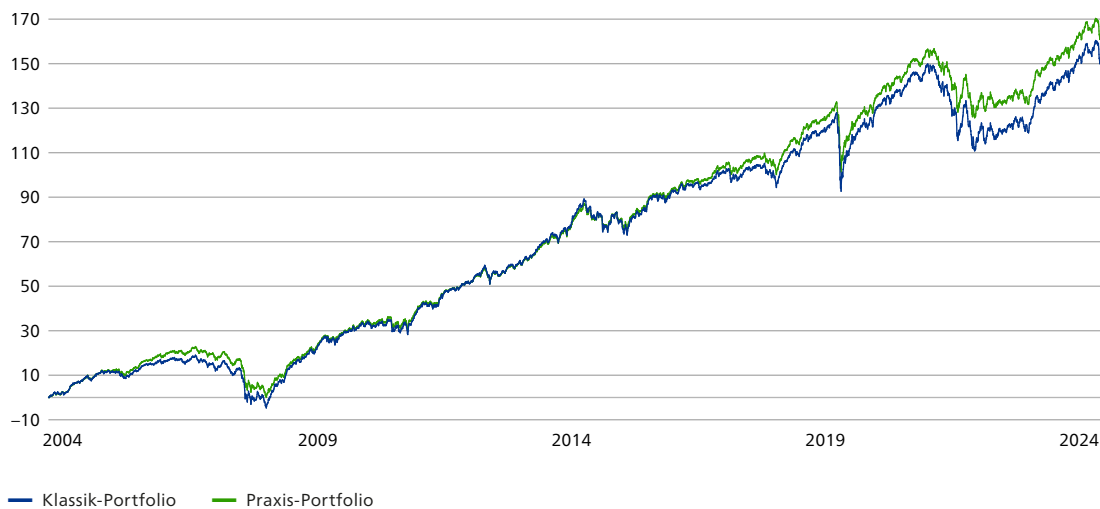
[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Abbildung 21

Alternative Investments verbessern Rendite-Risiko-Eigenschaften

Historische Performance von Klassik- und Praxis-Portfolio

in Prozent



Quelle: Eigene Berechnungen. Monatliches Rebalancing beim Klassik-Portfolio aus liquiden Anlageklassen. Jährliches Rebalancing zwischen dem Klassik-Portfolio und den drei illiquiden Assetklassen (Immobilien, Private Equity, Infrastructure) im Praxis-Portfolio. Infrastructure wird aufgrund der zuvor mangelnden Datenverfügbarkeit erst ab Juli 2006 beigemischt. Stand: März 2025.

Drawdown³⁰ beider Portfolios, stellen wir fest: Das Praxis-Portfolio (18,6 Prozent) schneidet auch hier besser ab als das Klassik-Portfolio (20,0 Prozent). Unser Fazit: Die Beimischung von Alternativen Investments in der Anlagestrategie hat in der Vergangenheit im Vergleich zu einem Portfolio ohne Als zu verbesserten Risiko- und Returneigenschaften geführt.

3.4.2 Blick nach vorn: Anpassung des Optimierungsansatzes

Der „Backtest“ hat gezeigt, dass sich die Integration von Alternativen Investments für Investoren in den vergangenen rund 20 Jahren ausgezahlt hat. Aber gilt dieser Zusammenhang auch künftig? Um darauf eine Antwort geben zu können, müssen wir unser Makrobild mit unseren Prognosen zu Return und Risiko von Alternativen

Investments im Rahmen einer zukunftsgerichteten Portfoliokonstruktion zusammenführen. Dafür nutzen wir unseren hauseigenen Konstruktionsansatz („Optimo“) und passen ihn zusätzlich an, um die Besonderheiten von Alternativen Investments zu berücksichtigen.

Primäre Ziele unseres Konstruktionsansatzes sind der langfristige Anlageerfolg und eine Maximierung des Ertrags in dieser Investitionsperiode. Dabei sollen die Portfolios robust sein im Sinne der Performance – also mit Blick auf die Mischung von Anlageklassen, die im Portfoliokontext diversifizierend wirkt, sowie auf die Strukturen. Damit ist gemeint, dass im Portfolio eine ausreichend hohe Anzahl von Anlageklassen vertreten ist, um nicht zu sehr abhängig zu sein von einzelnen Anlageklassen – auch wenn diese ein attraktives Risiko-Rendite-Profil aufweisen. Bei klassischen Markowitz-Optimierungen³¹ haben

³⁰ Also den maximalen Bewertungsrückgang innerhalb einer bestimmten Zeitspanne.

³¹ Das Verfahren geht auf den Ökonomen Harry Markowitz zurück, der als Vorreiter der modernen Portfoliotheorie gilt. Für seine Theorie der Portfolio-Auswahl erhielt er 1990 den Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften.

Prognosefehler einen starken Effekt auf das Ergebnis. In Portfolios sind typischerweise Anlageklassen mit niedriger Volatilität beziehungsweise einem attraktiven Risiko-Return-Verhältnis besonders stark vertreten. Unser hauseigener Optimo-Ansatz vermeidet diese Schwächen klassischer Allokationsmodelle. Durch die Integration von Unsicherheit in unsere Ertragserwartungen setzen wir auf eine robuste Allokation, statt uns auf „perfekte“ Ertragsschätzungen zu fokussieren. Unser proprietäres Backtest- und Simulationstool ermöglicht realistische Projektionen der erwarteten Portfolioentwicklung.

Auf der Basis von kundenspezifischen Vorgaben und Restriktionen entstehen so maßgeschneiderte Allokationsempfehlungen. Diese basieren auf den Kapitalmarktprognosen von Union Investment. Um dabei kongruent für liquide und illiquide Assets zu sein und dem langfristigen Anlagehorizont von Alternativen Investments Rechnung zu tragen, nutzen wir hier Zehnjahresertragserwartungen. Bei Optimierungen ohne Als greifen wir standardmäßig auf Fünfjahresprognosen zurück.

Wir haben die Besonderheiten von Alternativen Investments bereits diskutiert. Aufgrund ihrer speziellen Eigenschaften müssen wir weitere Anpassungen an unserer Methodik zur Portfoliooptimierung vornehmen, um ein realistisches Ergebnis zu erhalten. Das Markowitz-Verfahren stellt den Standard für die Konstruktion effizienter Portfolios dar: Durch die Kombination verschiedener Vermögenswerte wird das Verhältnis zwischen der Gesamtrendite und dem Gesamtrisiko optimiert. Bei illiquiden Vermögenswerten stößt dieses Verfahren aber an Grenzen – ein Grund dafür ist beispielsweise die Annahme, dass alle Vermögenswerte stets zu Marktpreisen gehandelt werden können. Stattdessen greifen wir auf eine stochastische Szenarioanalyse für den gesamten Anlagehorizont zurück und nutzen die sogenannte Monte-Carlo-Simulation für die Portfoliooptimierung. Vereinfacht gesagt werden dabei zufällige Werte in die Szenario-

analyse integriert, um die Unsicherheit der Marktbedingungen und der Vermögenspreise zu berücksichtigen. Auch unsere Ertragsprognosen bergen ein gewisses Unsicherheitspotenzial – sie stellen Erwartungswerte dar. Im Rahmen der Simulation schwanken die Returns um diese Werte. Für die Optimierung nehmen wir zusätzlich an, dass diese Erwartungswerte ebenfalls unsicher sind. Wir bilden Optimierungsergebnisse für verschiedene Prognose-Konfidenzniveaus (also für verschiedene Wahrscheinlichkeiten, dass genau diese Prognose als Erwartungswert im beliebigen Szenario auch zutrifft) und fassen diese zusammen.

Darüber hinaus müssen wir weitere Veränderungen vornehmen. Bei den alternativen Wertanlagen gehen wir von der Buy-and-Hold-Annahme aus, um deren Illiquidität zu reflektieren: Das regelmäßige Rebalancing des Portfolios funktioniert nur über die Anpassung der liquiden Assets, zugleich werden die illiquiden Anteile über den Investitionszeitraum entsprechend ihrer Cashflow-Profil verändert. Das bedeutet, dass wir bei der Optimierung den typischen Investitionslebenszyklus alternativer Wertanlagen mit einem stückweisen Kapitalabruf in der Frühphase und stückweisen Ausschüttungen und Rückzahlungen am Ende des Engagements berücksichtigen (siehe Kapitel 2). Auch in den verschiedenen Szenarien stecken wir das Feld so ab, dass wir am Ende praxistaugliche Ergebnisse erhalten. Während der Laufzeit definieren wir für alle Fälle Obergrenzen für illiquide Assets. Mit diesen Veränderungen ermöglicht der Optimo-Konstruktionsansatz eine ganzheitliche Betrachtung des Anlageuniversums und die gleichzeitige Optimierung von liquiden und illiquiden Wertanlagen in einem Schritt.

3.4.3 Integration in die Strategische Asset Allocation: das „Anker-Portfolio“

Mit dem angepassten Optimo-Konstruktionsansatz können wir nun ein erstes Portfolio



erstellen, um Alternative Investments in unsere Strategische Asset Allocation zu integrieren. Dieses sogenannte „Anker-Portfolio“ berücksichtigt noch keine regulatorischen Anforderungen für spezifische Kundengruppen wie beispielsweise Banken (etwa Eigenkapital-, Liquiditäts- und Risikoanforderungen). Unser Ziel ist es, illiquide Anlageklassen optimal dem Praxis-Portfolio beizumischen. Unser Ausgangspunkt sind also 87 Prozent liquide und an öffentlichen Märkten gehandelte Anlageklassen, gemäß den Anlageschwerpunkten vieler institutioneller Investoren, und 13 Prozent illiquide Anlageklassen. Dabei streben wir an, den langfristigen Anlageerfolg zu maximieren³² und in jedem simulierten Szenario die Abweichung zum jeweils bestmöglichen Portfolioergebnis zu reduzieren. Nischenanlageklassen, regionale Spezialitäten, Neuheiten aus dem Bereich der Krypto-Investments oder Strategien im Bereich Liquid Alternatives vernachlässigen wir für den analytischen Zweck dieses White Papers, damit

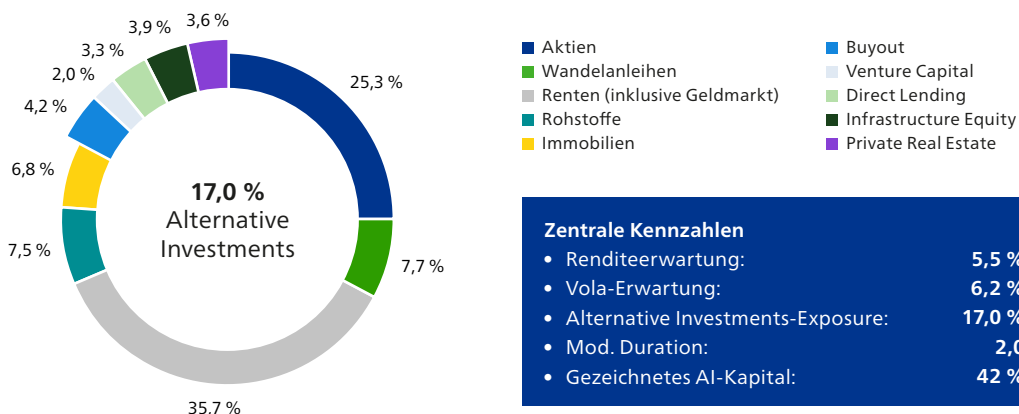
das Anker-Portfolio besser mit dem Praxis-Portfolio verglichen werden kann. Gleichwohl können Subanlageklassen beispielsweise aus dem Bereich der Liquid Alternatives eine wichtige Rolle spielen, um Portfolioeigenschaften zu optimieren. Dies gilt insbesondere, weil sich die Great Transformation mit ihren strukturellen Umbrüchen auf die Korrelation von Aktien und Anleihen und damit auch die Diversifikationspotenziale der klassischen Anlageklassen auswirkt. Diesen Aspekt haben wir bereits im White Paper zur Risikomanagement-Konferenz 2021 ausführlich behandelt.³³

Das Portfolio unterteilen wir grundsätzlich in Haupt- und Nebenanlageklassen. Hauptanlageklassen verfügen über eine für institutionelle Investoren ausreichende Markttiefe und -liquidität und können unbegrenzt ins Portfolio aufgenommen werden. Dies gilt für die Anlageklassen globale Aktien, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating, Geldmarkt sowie Immobilien. Alle anderen

Abbildung 22

Portfolio ohne Restriktionen: Hohe AI-Beimischung

Ökonomisches, kundenunspezifisches Anker-Portfolio*
Optimiertes Musterportfolio



Quelle: Union Investment. Stand: Juli 2025.

* Optimierungsergebnisse mit bis zu 100 % in Kern-Assetklassen (inkl. Immobilien), jeweils max. 10 % in weiteren Assetklassen und Medianwerten für PE & PD.

³² Langfristiger Erfolg wird an der Portfolio-Gesamtrendite am Ende des Anlagehorizonts von zehn Jahren gemessen.

³³ Vergleiche: [White Paper zur Risikomanagement-Konferenz 2021](#); „Investmentwelt Post-Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?“

Anlageklassen werden auf maximal zehn Prozent der Portfolioallokation begrenzt. Die Allokation im Anker-Portfolio zeigt Abbildung 22 (gezeigt werden durchschnittliche Gewichte über die nächsten zehn Jahre).

Konventionelle Anlageklassen: Globale Aktien bilden den Kern des Portfolios und sind mit 18 Prozent die mit Abstand größte Anlageklasse. Aktien aus Schwellenländern sind mit 7,3 Prozent ebenfalls stark vertreten. Für sie sprechen die relativ günstigen Bewertungen. Im Portfolio werden zusätzlich 7,7 Prozent in Wandelanleihen investiert, um von möglichen Aktiengewinnen zu profitieren, während das Risiko gering gehalten wird. Rohstoffe haben ebenfalls mit 7,5 Prozent einen großen Anteil am Portfolio. Sie profitieren von den strukturellen Trends der Great Transformation, sind aber auch durch die zusätzliche Diversifikationswirkung eine attraktive Beimischung. Auf der festverzinslichen Seite zeigt sich, dass auch der „sichere Hafen“ der Staatsanleihen in Europa (6,3 Prozent aus dem Kern und 1,8 Prozent aus der Peripherie) wieder eine auskömmliche Basisverzinsung liefert. Spreadprodukte wie Unternehmensanleihen Europa mit Investment-Grade-Rating (8,7 Prozent) sowie Schwellenländeranleihen (7,7 Prozent) können attraktive Renditen beisteuern und wirken im Portfolio-kontext durch ihr Korrelationsverhalten risikomindernd. High-Yield-Unternehmensanleihen (7,3 Prozent) zeichnen sich durch ein attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis aus.

Alternative Investments: Illiquide Wertanlagen machen in diesem Portfolio rund 17 Prozent aus. Um diese durchschnittliche AI-Quote zu realisieren, sind allerdings deutlich höhere Zeichnungsvolumina erforderlich. So erfordert die im Anker-Portfolio dargestellte Mischung von AI-Subanlageklassen bei anlageklassentypischen Kapitalabruf- und Ausschüttungsprofilen ein gezeichnetes AI-Kapital von 42 Prozent des Gesamtportfolios zum Startzeitpunkt.

Wichtigste Subanlageklasse ist PE-Buyout mit 4,2 Prozent, das ein attraktives Verhältnis aus Returnerwartung und Risikoeigenschaften aufweist. Die zweitgrößte Subanlageklasse sind Infrastrukturinvestments mit 3,9 Prozent. Diese sind zwar im AI-Bereich nicht die renditestärkste Subanlageklasse, weisen jedoch ein reduziertes Risikoprofil auf. Weitere Subanlageklassen wie illiquide Immobilieninvestments (3,6 Prozent), Direct Lending (3,3 Prozent) sowie die stärker chancenorientierten Venture-Capital-Investments (2,0 Prozent) runden die AI-Allokation im Portfolio ab.

Im Ergebnis hat das Anker-Portfolio eine Ertrags-erwartung von 5,5 Prozent bei einer erwarteten Portfoliovolatilität von 6,2 Prozent. Die modifizierte Duration des Gesamtportfolios beläuft sich auf 2,0. Damit wird im Rahmen des Optimierungsprozesses impliziert, dass eine Beimischung von Alternativen Investments in der Portfolioallokation vorteilhafter ist als ein Portfolio ohne Alternative Investments.

Wie eingangs erwähnt, haben wir für das Anker-Portfolio regulatorische Aspekte, die bestimmte Kundengruppen betreffen, außer Acht gelassen. Dies bedeutet, dass Gruppen mit nur moderaten regulatorischen Einschränkungen (wie beispielsweise im Private Wealth Management) die Eigenschaften ihrer Portfolios mit höheren Beimischungen von Alternativen Investments weiter positiv beeinflussen können – Richtschnur sind dabei vor allem die spezifische Risikoneigung und das potenzielle Anlageuniversum. Anders sieht es bei anderen institutionellen Kundengruppen aus: Hier ist das jeweils gültige regulatorische Rahmenwerk ein zentraler Einflussfaktor, in welcher Form und in welchem Umfang Alternative Investments in das Portfolio integriert werden können.

Exkurs: Optimierung mit dem Expected Drawdown Management-Ansatz

Für viele Investoren ist das „Diversifikationsmotiv“ besonders wichtig beim Engagement in



illiquiden Alternativen Investments. Im Mittelpunkt steht dabei die tatsächliche ökonomische Diversifikation, insbesondere in Verlustphasen des Portfolios, neben den vorteilhaften Effekten des „buchhalterischen“ Diversifikationseffekts durch die weniger frequente Bewertung.

Wie in Kapitel 3.3. dargelegt, ist es insbesondere bei der Risikobetrachtung von Alternativen Investments wichtig, den Blick über die klassischen Maße hinaus zu weiten. Während sich der Optimo-Ansatz vor allem auf (Ko-)Varianzen als Risikokennzahl fokussiert, haben wir auch eine Optimierung unter Berücksichtigung der Expected Drawdown-Methode durchgeführt. Die Fragestellung: Werden Alternative Investments auch in diesem Fall substantiell allokiert?

Neben den Renditeprognosen aus Kapitel 3.2 haben wir als Risikokennzahlen Expected Drawdowns und Co-Drawdowns anstelle von Volatilitäten und Korrelationen verwendet. Aufgrund ihrer Robustheit haben wir bei den liquiden Assetklassen auf historische Indexdaten für durchschnittliche und maximale Drawdowns zurückgegriffen. Die Zeitreihen für illiquide Assetklassen sind allerdings zu meist wesentlich kürzer. Zudem bilden aggregierte Indizes das Risiko einzelner Investments häufig nicht ausreichend ab (siehe Kapitel 3.2). Deshalb nutzen wir bei illiquiden Assets für den Expected Drawdown entweder den maximalen historischen Drawdown oder den Value at Risk (99,9 Prozent) – je nachdem, welcher Wert höher ist. Da illiquide Assets im Krisenfall nur unter erheblichen Abschlägen verkauft werden können, erhöhen wir die Drawdown-Erwartung zusätzlich um historische Abschläge, zu denen Alternative Investments am Secondary-Markt gehandelt wurden. Mit diesem Ansatz „diskriminieren“ wir also die illiquiden Assets sehr stark im Vergleich zu den liquiden Assets.

Bei der Optimierung können zwei verschiedene Zielfunktionen gesetzt werden. Zum einen mit Fokus auf die Risikoparität, zum anderen auf die Maximierung der Calmar Ratio³⁴. Auch ein Mischansatz ist möglich. Die Ausrichtung an der Risikoparität liefert uns jene Gewichte, die eine maximale Diversifikation zum Zeitpunkt des erwarteten Drawdowns bieten. Entsprechend werden jene Assets, die einen geringeren Expected Drawdown aufweisen (beispielsweise Staatsanleihen und Investment-Grade-Unternehmensanleihen) stärker gewichtet als solche mit einem höheren (beispielsweise Aktien und Rohstoffe). Bei einer Maximierung der Calmar Ratio erhalten jene Assets mit der höheren Ertragserwartung ein tendenziell größeres Gewicht.

Durch eine Mischung beider Ansätze wollen wir die Robustheit der Ergebnisse weiter erhöhen. Da sich die Optimierung anhand des Expected Drawdown Managements insbesondere an risikoaverse Anleger richtet, werden beide Ansätze in unserer Grundannahme jedoch nicht gleich gewichtet, sondern die Ergebnisse der Risikoparität mit 80 Prozent und die der maximalen Calmar Ratios mit 20 Prozent in den finalen Gewichten berücksichtigt.

Zudem setzen wir (analog zur Optimo-Methodik) Nebenbedingungen hinsichtlich der maximalen Gewichte einzelner Assetklassen. So wird etwa der Geldmarkt auf ein maximales Gewicht von fünf Prozent begrenzt, da sonst die Allokation aufgrund seines geringen Expected Drawdowns unrealistisch hoch gewesen wäre. Um den üblichen Präferenzen von Investoren zu entsprechen, werden weitere Nicht-Kern-Assetklassen einschließlich der verschiedenen illiquiden Assets auf ein maximales Gewicht von jeweils zehn Prozent begrenzt.

³⁴ Die Calmar Ratio ist das Verhältnis zwischen der Returnerwartung und dem Expected Drawdown.



Die folgende Tabelle zeigt das Ergebnis der Optimierung mit dem Expected Drawdown-Ansatz. Dabei fallen die folgenden Erkenntnisse ins Auge:

- Die Optimierung nutzt, wie beschrieben, eine völlig andere Risikoperspektive als der Optimo-Ansatz und diskriminiert illiquide Assets empfindlich. Nichtsdestotrotz werden insgesamt 13,3 Prozent in Alternativen Investments allokiert. Somit ergeben sich aus beiden Optimierungsmethoden signifikante Gewichte für Alternative Investments.
- Infrastruktur kristallisiert sich mit einem Zielgewicht von 5,3 Prozent unter diesen Annahmen als attraktivste Subanlageklasse der Alternativen Investments heraus. In den meisten Optimierungen, die von der Risikoparität abrücken und stattdessen auf die Maximierung der Calmar Ratio abzielen und damit die Returns stärker einbeziehen, wird Infrastruktur das maximal zugelassene Gewicht von zehn Prozent zugewiesen.

Grund hierfür sind neben einer attraktiven Renditeerwartung auch vorteilhafte Diversifikationseigenschaften (wie die in Kapitel 3.3 dargestellten niedrigen Co-Drawdowns zu vielen anderen Assetklassen).

- Gemäß Expected Drawdown Management werden Aktien nur mit einer geringen Quote allokiert. Grund hierfür sind vergleichsweise niedrige Returnerwartungen, ausgeprägte historischen Drawdowns und hohe Co-Drawdowns zu vielen anderen Assetklassen (siehe Kapitel 3.3). Der Optimierer allokiert statt in Aktien in den meisten Lösungen lieber in High-Yield-Unternehmensanleihen oder (insbesondere bei steigendem Fokus auf Returns) in Private Equity.

Über einen Investmenthorizont von mehreren Jahren bis Jahrzehnten sind zwischenzeitliche Drawdowns in der Regel Rücksetzer, die über eine ausreichend lange Periode wieder aufgeholt werden können. Das Expected Drawdown

Tabelle 2

Anlageklasse	maximales Gewicht	optimales Gewicht
Aktien Welt	100 %	3,4 %
Aktien EM	10 %	2,6 %
Wandelanleihen	10 %	7,8 %
Rohstoffe	10 %	2,6 %
Staatsanleihen EUR-Peripherie	100 %	13,1 %
Credit IG EUR	100 %	19,7 %
Credit HY EUR	10 %	5,4 %
Staatsanleihen EM	10 %	6,5 %
Staatsanleihen EUR-Kern	100 %	17,0 %
Geldmarkt	5 %	5,0 %
Immobilien	10 %	3,7 %
Infrastructure Equity	10%	5,3 %
Buyout	10 %	1,6 %
Venture Capital	10 %	1,4 %
Direct Lending	10%	2,7 %
Private Real Estate	10 %	2,3 %


[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Management richtet sich deshalb vor allem an jene risikoaversen Investoren, die in kurzfristigen Verlustphasen (etwa beim Überschreiten bestimmter Schwellenwerte) ihre Alternativen Investments zwingend verkaufen müssten. Denn das Risikomaß ist hier nicht abhängig von buchhalterischen Faktoren. Es versucht vielmehr das tatsächliche ökonomische Risiko zu bewerten. Anstelle der Schwankungsbreite der Preisbewegungen soll die Wahrscheinlichkeit eines temporären wie dauerhaften Verlusts reduziert werden. Die Allokation nach dem Expected Drawdown-Ansatz ist also darauf ausgelegt, dass selbst in Extremfällen kein erzwungener Verkauf zu unvorteilhaften Konditionen erfolgen muss, da in diesen Phasen die Diversifikation im Portfolio am höchsten ist.

3.4.4 Alternative Investments bei Kundengruppen mit intensiven regulatorischen Einschränkungen am Beispiel von Kreditinstituten: das „Banken-Portfolio“

Im vorangegangenen Kapitel haben wir Alternative Investments in ein Portfolio integriert, ohne anlegerspezifische regulatorische Anforderungen zu berücksichtigen. In diesem Abschnitt konstruieren wir ein Portfolio für eine Investorengruppe, die in einem hohen Maße regulatorischen Anforderungen unterliegt: Kreditinstitute. Die Anpassung eines Portfolios an aufsichtsrechtliche Anforderungen ist jedoch höchst individuell. Auch für diese Gruppe ist es nicht möglich, eine Lösung vorzulegen, die jedem einzelnen Fall gerecht wird. Deshalb orientieren wir uns für unser „Banken-Portfolio“ an realistischen Annahmen zur Limitierung der aufsichtsrechtlichen Parameter. Grundsätzlich ergeben sich die jeweiligen Limite für jede Bank aus ihrem Gesamtbankenkontext. Als limitierende aufsichtliche Risikomaße nutzen wir zum einen den Value at Risk (VaR) 99,9 Prozent/250.

Der von uns angenommene VaR sagt aus, dass das Portfolio mit einer Wahrscheinlichkeit von 99,9 Prozent innerhalb eines Zeitraums von 250 Tagen nicht mehr als 15 Prozent seines Nettovermögens (Net Asset Value, NAV) verlieren sollte.

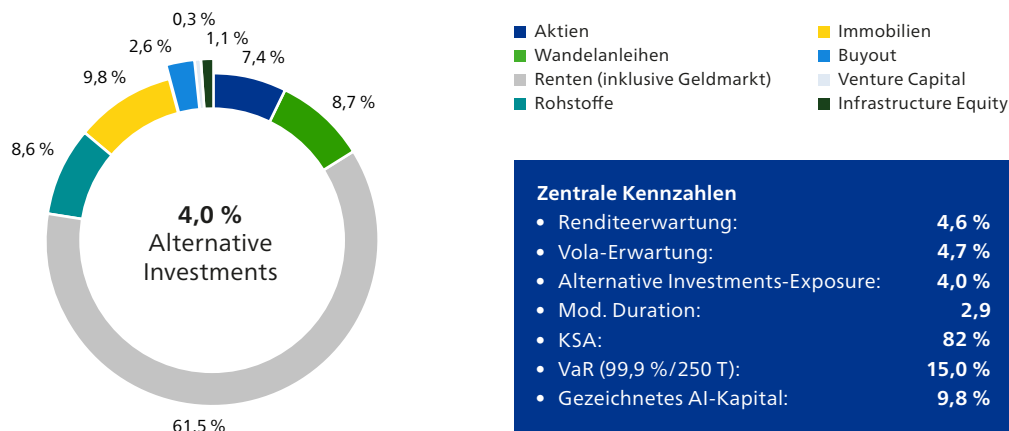
Zum anderen nutzen wir ein bestimmtes Risikogewicht im Kreditstandardansatz (KSA). Grundsätzlich bildet das KSA-Gewicht die Grundlage zur Berechnung der Eigenkapitalanforderung. Ein höheres KSA-Gewicht einer Investition reflektiert ein höheres aufsichtsrechtliches Risiko und bedarf einer höheren Eigenkapitalunterlegung und umgekehrt. Diese Eigenkapitalunterlegung dient dazu, etwaige Verluste aus eingegangenen Risiken abzufedern. Beim KSA-Gewicht nehmen wir hier an, dass es für das Gesamtportfolio im Monte-Carlo-Ansatz einen Wert unterhalb oder gleich 100 Prozent des Nettovermögens ausmachen soll. Dabei legen wir konservative Annahmen bezüglich der Ermittlung der KSA-Anrechnung zugrunde. Zunächst unterstellen wir für das Anlageuniversum jene KSA-Anrechnungsfaktoren, die gemäß CRR³⁵ III Artikel 133 ab 2030 gelten, ohne auf die Übergangsphase aus Artikel 495 a zurückzugreifen (genauer gehen wir auf die Veränderungen der Anrechnung von AI-Anlageklassen im Rahmen der CRR III in Kapitel 3.5.3 ein). Außerdem berücksichtigen wir für die Berechnung des KSA-Gewichts des Portfolios bei den Alternativen Investments nicht nur das investierte Kapital, sondern die gesamten zugesagten Mittel.

Beide Risikokennzahlen, also VaR und KSA-Gewicht, sind für Banken im Kontext der Eigenkapitalanforderungen unter der Säule 1 des internationalen Regelwerks Basel III zentral.

Das Banken-Portfolio dient in diesem White Paper als Beispiel für einen konkreten Anwendungsfall. Deshalb orientieren wir uns bei der Konstruktion mit Blick auf Alternative Investments an der

³⁵ CRR steht für Capital Requirements Regulation (Kapitalanforderungsverordnung) und ist Bestandteil des regulatorischen Rahmens für die Kreditinstitute in der Europäischen Union.

Abbildung 23

Banken-Portfolio: AI-Allokation trotz strenger Regulatorik**Banken-Portfolio mit verfügbarer Produktpalette***
Optimiertes Musterportfolio

Quelle: Union Investment. Stand: Juli 2025.

*Optimierungsergebnisse mit bis zu 100 % KSA, 15 % VaR (Anrechnung: investiertes Kapital + offene Zusagen), max. jeweils 10 % in Aktien EM, Wandelanleihen, Rohstoffen, Credit HY und EM-Staatsanleihen, max. 18 % in Private Equity und Infrastructure Equity, sonst keine Beschränkungen.

Produktverfügbarkeit bei Union Investment und allokalieren entsprechend in die Assetklassen Private Equity³⁶ und Infrastructure Equity.

Im Ergebnis (siehe Abbildung 23) fällt die Allokation in Alternativen Investments im Banken-Portfolio mit durchschnittlich vier Prozent des Nettovermögens deutlich geringer aus als im Anker-Portfolio (dort: 17 Prozent). Grund dafür sind die strengeren regulatorischen Anforderungen für diese Anlegergruppe. Die durchschnittliche Investitionsquote von vier Prozent erfordert jedoch (über den betrachteten Anlagehorizont von zehn Jahren) ein gezeichnetes Kapital von Alternativen Investments in Höhe von 9,8 Prozent. Der VaR des Portfolios beläuft sich auf 15 Prozent und ist damit der limitierende Faktor. Das durchschnittliche KSA-Gewicht beträgt 82 Prozent. Das Zinsrisiko liegt bei einer modifizierten Duration von 2,9.

Die Renditeerwartung des Banken-Portfolios liegt bei 4,6 Prozent, die erwartete Portfolio-

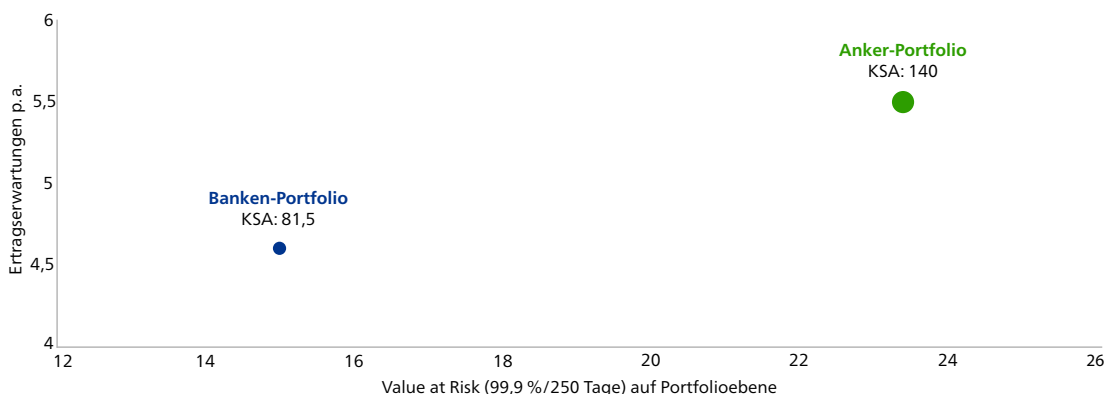
volatilität beträgt 4,7 Prozent. Damit ist das Banken-Portfolio konservativer ausgerichtet als das Anker-Portfolio. Dennoch hat es vergleichbar attraktive Rendite-Risiko-Eigenschaften. Um die geforderten Risikoeigenschaften zu erreichen, weist das Portfolio einen verhältnismäßig hohen klassischen Rentenanteil von circa 51 Prozent sowie einen Geldmarktanteil von circa zehn Prozent auf.

In der CRR III sind die Anlageklassen der europäischen Covered Bonds und der europäischen Staatsanleihen regulatorisch privilegiert. Für das KSA-Gewicht werden sie mit zehn Prozent beziehungsweise null Prozent berücksichtigt. Dieser Umstand führt dazu, dass die beiden Anlageklassen im Banken-Portfolio stärker allokiert werden als im Anker-Portfolio. Im ersteren sind es in Summe 26,5 Prozent des Nettovermögens, im letzteren machen die beiden Anlageklassen 8,1 Prozent aus. Durch die höhere Allokation der mit Blick auf den KSA privilegierten Anlageklassen können Investoren

³⁶ Private Equity besteht in diesem Fall aus 90 Prozent Buyout sowie zehn Prozent Venture Capital.



Abbildung 24

Banken-Portfolio: Etwas weniger Rendite, aber deutlich weniger Risiko**Vergleich von Banken- und Anker-Portfolio**

Quelle: Union Investment. Stand: 5. September 2025. Anmerkung: Die Größe der Punkte symbolisiert die Höhe der KSA-Auslastung.

ebenfalls chancenorientierte Anlageklassen mit höherem KSA-Gewicht nutzen. Gleichzeitig kann eine Bank durch das höhere Gewicht in europäischen Covered Bonds und europäischen Staatsanleihen aus dem Banken-Portfolio zusätzliche aufsichtsrechtliche Synergien heben, beispielsweise eine bessere Möglichkeit zur Anrechnung in der Liquidity Coverage Ratio (LCR)³⁷. Das Gewicht chancenorientierter Rentenklassen wie Unternehmensanleihen IG (8,5 Prozent) sowie HY (7,3 Prozent) und EM-Staatsanleihen (8,8 Prozent) liegt im Vergleich mit dem Anker-Portfolio auf ähnlichen Niveaus.

Bei globalen Aktien (2,0 Prozent) und Aktien aus Schwellenländern (5,4 Prozent) ist die Allokation im Banken-Portfolio deutlich geringer als im Anker-Portfolio. Grund dafür sind die begrenzenden Risikovorgaben sowie die Anforderungen an Banken zur Unterlegung mit Eigenkapital.

Unter der Nutzung von Sonderregelungen können Wandelanleihen für Banken ebenfalls regulatorisch vorteilhaft sein. Im Banken-Portfolio sind sie mit 8,7 Prozent vertreten. Rohstoffe

sind mit 8,6 Prozent allokiert. Sie stellen eine weitere Möglichkeit dar, Erträge zu vereinnahmen und gleichzeitig die Diversifikationsmöglichkeiten des Portfolios auszubauen.

Das Banken-Portfolio hat zwar eine um 0,9 Prozentpunkte pro Jahr geringere Ertragservartung als das Anker-Portfolio. Auf der anderen Seite weist es aber bessere Risikoeigenschaften auf: Der VaR ist um 8,4 Prozentpunkte geringer, das KSA-Gewicht sogar um 58,8 Prozentpunkte (siehe Abbildung 24).

Was bedeutet ein solches Portfolio für ein Kreditinstitut? Regulatorisch betrachtet entstehen durch den Wechsel vom Anker-Portfolio zum Banken-Portfolio neue Freiheitsgrade für die Bank auf Gesamtinstitutsebene. Diese können neue Steuerungsimpulse hervorbringen, die beispielsweise eine veränderte Parametrisierung im Kundengeschäft oder in der Finanzierungsstruktur anstreben. Wie dieser Handlungsspielraum konkret aussieht, ist abhängig vom individuellen Fall und von einer Reihe anderer Aspekte, wie beispielsweise der spezifischen Bilanzstruktur und der Geschäfts-

³⁷ Die LCR ist eine Kennzahl im Rahmen der Regulierung von Kreditinstituten. Sie wurde im Kontext der Basel III-Regulierungen eingeführt. Das Konzept verfolgt das Ziel, dass Banken über ausreichende liquide Mittel verfügen, um ihren Verpflichtungen innerhalb von 30 Tagen nachkommen zu können, auch in Zeiten finanziellen Stresses.

strategie. Die Ermittlung des Handlungsspielraums ist komplex und erfordert einen tiefen Blick in die Finanzierungsstrukturen einer Bank und die Institutsbilanz. Außerdem ist dazu eine Reihe von Annahmen notwendig. Beides überschreitet den Rahmen dieses White Papers.³⁸

Exkurs: Alternative Investments – regulatorische Behandlung für Anleger nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)

Im Folgenden geben wir einen kurzen Überblick, welchen regulatorischen Anforderungen VAG-Anleger im Zusammenhang mit Alternativen Investments unterliegen und wie sich diese künftig entwickeln.

VAG-Anleger sind Versicherungsunternehmen, die seit 2016 dem Solvency II-Regime und damit einem risikobasierten Ansatz unterliegen. Für kleine Versicherungsunternehmen und Pensionskassen kommt dagegen weiterhin das Solvency I-Regime zur Anwendung. Dieses ist in der Überwachung der Kapitalanlagen an die Quotenregelungen der Anlageverordnung (AnIV) gekoppelt.

Solvency II-Anleger: Sind Anleger in Alternativen Investments über Fonds (Alternative Investment Fonds, AIFs) engagiert, so gilt in der Regel der Grundsatz der Durchschau (Substance over Form). Dies bedeutet, dass für die regulatorische Behandlung die jeweiligen Zielinvestments relevant sind und nicht die Fondshülle. Dementsprechend werden die Zielinvestments einem Stresstest unterzogen, woran sich die Solvenzkapitalanforderung (SCR) des jeweiligen Investments bemisst.

Für jegliche Form von **nicht gelisteten (Private-) Equity-Investments** kommt in der Regel das

Marktrisikomodul „Equity Typ 2“ zum Einsatz (Stressfaktor von 49 Prozent). Allerdings besteht die Möglichkeit, sowohl nicht hebelfinanzierte, geschlossene AIFs als auch ein qualifiziertes, nicht notiertes Aktienportfolio dem Marktrisikomodul „Typ 1“ zuzuordnen (Stressfaktor von 39 Prozent).

Bei **Infrastructure-Equity-Investments** kennt das Solvency II-Regime den Begriff der „qualifizierten Infrastruktur“. Dies sind in erster Linie Infrastrukturprojektgesellschaften, die bestimmte Anforderungen erfüllen, zum Beispiel dass die Projektgesellschaft auch in Stressszenarien all ihren Verpflichtungen nachkommen kann. Dazu gehören auch qualifizierte Infrastrukturunternehmen (Infrastrukturgesellschaften, die bestimmte Anforderungen erfüllen, wie zum Beispiel, dass die deutliche Mehrheit ihrer Einnahmen aus Infrastrukturvermögenswerten generiert wird), welche mit einem gemilderten Stressfaktor von 30 Prozent respektive 36 Prozent unterlegt werden.

Im Rahmen des Solvency II-Reviews ist angedacht, die Anforderungen für Long Term Equity-Investments (Stressfaktor von 22 Prozent) zu reduzieren, sodass auch deutsche Versicherungsunternehmen, denen eine Separierung eines Teilbestands der Vermögenswerte nicht gestattet ist, zukünftig durch den Wegfall dieser Vorschrift profitieren können. Ferner soll eine Ausweitung der qualifizierten, nicht gelisteten Aktienportfolios auf OECD-Ebene (derzeit nur Europäischer Wirtschaftsraum) ermöglicht werden. Die konkrete Ausgestaltung steht noch aus – doch die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass auch Private-Equity-Investments davon profitieren dürften. Bei **Schuldtiteln** kommt das Marktrisikomodul „Spread“ zum Einsatz. Der Stressfaktor wird dabei aus der Bonität und Laufzeit des Investments bestimmt.

³⁸ Eine exemplarische Rechnung, die den Portfolioertrag in Relation zu beispielhaften Finanzierungskosten ins Verhältnis setzt, findet sich in der Ausgabe 1.2025 der Publikation „Bankenspezial“. Diese betrachtet das KSA-Gewicht als isolierten Einflussfaktor für die Eigenkapitalanforderungen und die damit verbundenen Finanzierungskosten und leitet daraus Ertragsanforderungen an eine Investition ab.

Für **Private-Debt-Investments**, für die keine Bonitätseinschätzung einer anerkannten Ratingagentur vorliegt, dürfen Versicherungen die durch den Darlehensnehmer gestellten Sicherheiten risikoreduzierend ansetzen. Unter Umständen kann sich so ein attraktiver Stressfaktor ergeben, der durchaus mit Covered Bonds vergleichbar ist.

Für Darlehen an kleine und mittelständische Unternehmen kann eine Zuordnung zur Bonitätsstufe 2 (A-Rating) oder Bonitätsstufe 3 (BBB-Rating) erfolgen, wenn bestimmte Anforderungen erfüllt sind, wie zum Beispiel vertraglich fest vorgegebene Zins- und Tilgungsleistungen. Dies führt gegenüber einer fehlenden Bonitätseinstufung zu einer Reduzierung des Stressfaktors um circa 50 Prozent respektive 20 Prozent.

Für Darlehen an qualifizierte Infrastrukturinvestitionen oder Infrastrukturunternehmen gelten wiederum um circa ein Drittel reduzierte Stressfaktoren gegenüber dem Standardstress im Spreadmodul.

Fazit und Ausblick

Bereits heute können Private-Equity- und Infrastruktur-Equity-Investments in vielen Fällen mit einem reduzierten Stress angesetzt werden; der Solvency II-Review wird darüber hinaus eine weitere Reduktion von Solvenzkapitalanforderungen ermöglichen. Die Assetklassen gewinnen damit weiter an Attraktivität im Solvency II-Regime.

Solvency I-Anleger: Sind Investoren in alternativen Assets über Fonds engagiert, ist eine Einordnung gemäß Anlageverordnung (AnIV) grundsätzlich über die Nr. 13b (Private-Equity-Fonds) sowie die Nr. 17 (sonstige Investmentvermögen) möglich. Auch eine Beimischung des Zielinvestments über einen offenen Spezial-AIF (Nr. 16) kommt infrage.

(Private-) Equity-Investments gemäß Nr. 13b müssen auf die Beteiligungsquote (15 Prozent) und die Risikokapitalquote (40 Prozent) angerechnet werden. Bei einer alternativen Einordnung gemäß Nr. 17 erfolgt eine Anrechnung auf die AIF-Quote (7,5 Prozent) und ebenso auf die Risikokapitalquote.

Bei **Schuldtiteln** (andere Instrumente der Unternehmensfinanzierung) kommt eine Einordnung nach Nr. 13b nur in Betracht, sofern eine individuelle Darlehensvergabe durch den AIF erfolgt. Das reine Halten von Krediten qualifiziert nicht für ein Investment der Nr. 13b (siehe Rundschreiben 11/2017 Versicherungsaufsicht). In solch einem Fall käme nur die Nr. 17 in Betracht.

Zum 31. Januar 2025 hat der Gesetzgeber die Anlageverordnung mit Blick auf **Infrastruktur-investments** angepasst. Jegliche Finanzierung von Infrastrukturanlagen und Infrastrukturunternehmen (unabhängig von ihrer Zuordnung zum Anlagenkatalog) ist von sämtlichen Mischungsquoten ausgenommen, solange sie in Summe nicht fünf Prozent des Sicherungsvermögens übersteigt.

Mit Blick auf die Streuungsvorschriften gilt ferner auf Ebene des geschlossenen AIF die strenge Streuungsquote von einem Prozent, da keine Durchschau auf die Zielinvestments erfolgt.

Für Infrastrukturinvestments und Direct Lending war die bisherige Anrechnung auf die Beteiligungs- und Risikokapitalquote nicht förderlich. Insofern bietet die „Sonderquote von fünf Prozent“ für Infrastructure Equity und Infrastructure Debt einen gewissen Freiraum für Investments in diesen Subassetklassen.



3.5 Integration von Alternativen Investments: Praktische Aspekte der Umsetzung

In den vorherigen Kapiteln haben wir vor dem Hintergrund der makroökonomischen Veränderungen Argumente für die Integration von Alternativen Investments in die Strategische Asset Allocation diskutiert und die daraus folgenden Implikationen für Portfolios analysiert. Dafür waren eine Reihe von methodischen Überlegungen notwendig: Wir haben Returnprognosen für Alternative Investments entwickelt und Erweiterungen der Portfoliokonstruktion und -optimierung vorgenommen. Im Ergebnis haben wir zwei konkrete Portfolios formuliert: das Anker-Portfolio (unter bestimmten Restriktionen optimiert, aber ohne kundenspezifische regulatorische Anforderungen) sowie das Banken-Portfolio als Beispiel für eine Investorengruppe, die hohen regulatorischen Standards unterliegt.

Dabei haben wir uns analytisch auf der Assetklassenebene bewegt. Eine Entscheidung für eine Investition wirft eine Reihe von praktischen Fragen der Umsetzung auf. In den folgenden Abschnitten beleuchten wir einige der wichtigsten Aspekte.

3.5.1 Partner- und Produktauswahl

Investoren stehen vor dem Problem, dass bestimmte Subanlageklassen innerhalb der Alternativen Investments in der Regel nicht direkt investierbar sind. Grund dafür ist, dass entsprechende investierbare Indizes oder darauf bezogene Investmentvehikel nicht vorliegen. Wenn Investoren von den Vorteilen von Alternativen Investments profitieren wollen, benötigen sie geeignete Partner. Zusammen mit der Produktauswahl kommt diesem Schritt eine entscheidende Bedeutung zu, da es – abhängig von Partner- und Produktauswahl – innerhalb der Subanlageklassen zu großen Spreizungen der Strategieergebnisse kommt (vergleiche Kapitel 3.3).

Wichtig bei der Auswahl von Partnern: Potenzielle Kandidaten sollten Erfahrungen mit institutionellen Investoren aufweisen. Zudem sollte das eigene Engagement idealerweise eine relevante Größenordnung für den Anbieter sein.

Zur Veranschaulichung stellen wir im Folgenden dar, wie der Auswahlprozess von Partnern bei Union Investment erfolgt. Union Investment bietet Zugang zu Alternativen Investments über Dachfonds, die von diesen Partnern verwaltet werden. Dies gilt aktuell für die Anlageklassen Private Equity und Infrastructure Equity. Dieser Auswahlprozess folgt einer klaren Struktur. In einer ersten Phase, der Vorselektion und dem Screening, werden zunächst Ausschlusskriterien und Basisanforderungen definiert. Um eine Long List möglicher Partner zu erhalten, wird auf das Netzwerk von Union Investment sowie bisherige Erfahrungen zurückgegriffen. Bei Bedarf werden zudem externe Berater genutzt. In Phase 2, der Konsolidierung und Bewertung, geht es darum, durch ein Bewertungsmodell von der Long List an möglichen Partnern zu einer engeren Auswahl zu kommen, der Short List. Dazu werden ein detaillierter Due-Diligence-Fragebogen sowie ein Scoring-Modell genutzt, mit dessen Hilfe die infrage kommenden Partner bewertet werden. Themen darin sind beispielsweise Management und Ressourcen (zum Beispiel Investmentteam und Referenzen), Produkte und Reporting (zum Beispiel spezifische Produkterfahrung und Reportingqualität und -umfang) sowie Anlagestrategie (zum Beispiel Risikofaktoren und -management) und Track Record (zum Beispiel Anzahl und Performance bisheriger Fonds).

Bei den Kandidaten, die es auf die Short List geschafft haben, finden dann vor Ort eingehende Prüfungen statt. Zudem erfolgt eine aufsichtsrechtliche Due Diligence. Die abschließende dritte Phase umfasst den Abschluss und das

Onboarding des gewählten Partners. Verhandlungen über die Details und Konditionen der Zusammenarbeit münden schließlich in einem gemeinsamen Dokument, dem Operational Memorandum (OpMemo). Dieses enthält die vereinbarten Abmachungen zwischen Investoren und den Managern von alternativen Anlagen. Das Onboarding umfasst den Prozess, durch den neue Partner vollständig in die Struktur, Ziele und operationalen Abläufe des Investments integriert werden. Über den Zeitraum der Zusammenarbeit findet eine fortlaufende Due-Diligence-Prüfung statt.

3.5.2 Herausforderungen im Multi-Asset-Investmentprozess

Wenn illiquide Alternative Investments in Multi-Asset-Portfolios integriert werden sollen, stehen Investoren vor praktischen Herausforderungen bei der Implementierung. Erstens müssen sich Investoren mit der Frage der Skalierung von Alternativen Investments beschäftigen. Damit ist die Fähigkeit gemeint, ein bestimmtes Anlagekonzept oder eine Strategie auf ein größeres (oder kleineres) Kapitalvolumen auszudehnen (oder zu reduzieren), ohne dass dies negative Auswirkungen auf die Performance der Anlage hat. Bei Alternativen Investments ist die Skalierung der Assetklasse beziehungsweise Subassetklasse aktiv nicht möglich. Wenn ein Investor beispielsweise den Bestand einer bestimmten Subassetklasse im Bereich der Alternativen Investments erhöhen will, ist er abhängig vom Produktangebot sowie der damit verbundenen Zahl von Zeichnungs- und Kapitalabrufphasen und wann diese zeitlich angesetzt werden. Umgekehrt ist ein zielgerichteter Abbau mit Schwierigkeiten verbunden, denn in diesem Fall ist der Investor abhängig vom Cashflow und den speziellen Bedingungen im Produktlebenszyklus. Verkäufe auf dem Sekundärmarkt sind im Fall von Alternativen Investments in vielen Fällen eingeschränkt oder gar nicht möglich. Dies bedeutet, dass eine sorgfältige Analyse und Planung

notwendig sind, um den Bestand dieser Wertanlagen effizient zu reduzieren.

Eine Lösungsmöglichkeit für das Problem der Skalierung besteht darin, Alternative Investments in verschiedenen Vintages zu zeichnen. Mit dieser stetigen Diversifikation werden Cashflows gestreut und ein „Grundbestand“ an Alternativen Investments im Portfolio aufgebaut. Dieser umfasst dann jährliche Cash-Inflows und -Outflows. Damit fällt es leichter, gezielte Anpassungen im Portfolio vorzunehmen.

Zweitens besteht bei Alternativen Investments das Problem des Benchmarkings. Dessen Ziel ist es, die Performance von Wertanlagen mit einem geeigneten Referenzmaßstab zu vergleichen, um ihre relative Leistung zu bewerten. Bei Alternativen Investments gibt es in vielen Fällen keine standardisierten Benchmarks, die in ihrer Struktur vergleichbar mit dem anlegerspezifischen Alternative-Investments-Portfolio sind. Aus diesem Grund kommt der Definition des Vergleichsvermögens eine entscheidende Bedeutung zu. Erschwert wird dies durch die Heterogenität von Managementansätzen und Cashflows bei Alternativen Investments, die zudem in der Regel illiquide sind. Dies erschwert die Vergleichbarkeit der Investments untereinander innerhalb der Assetklassen. Ebenso nachteilig sind die niedrigeren Offenlegungspflichten im Vergleich zu liquiden Anlageklassen, die zu höheren Informationsineffizienzen führen. Außerdem gibt es keine Marktpreisfindung durch öffentliche Sekundärmärkte.

Investoren können zwar spezielle Indizes nutzen, wie beispielsweise den Burgiss Private Equity oder den MSCI Global Infrastructure Index. Das Problem ist allerdings, dass eine Diskrepanz zwischen Index und dem tatsächlichen Portfolio bestehen bleibt. Grund dafür ist, dass die Bestandteile des Index (die Konstituenten) nicht den tatsächlichen Investitionen des Anlegers beziehungsweise seinem Anlage-



universum entsprechen. Zudem kann der J-Kurven-Effekt (siehe Kapitel 2.1) die Performance-messung des Portfolios erschweren. Investoren können diesem Effekt entgegenwirken, indem sie ihre Investitionen auf mehrere Vintages aufteilen.

Um die Diskrepanz zwischen dem tatsächlichen Portfolio und der Benchmark möglichst zu minimieren, erscheint ein Peergroup-Vergleich sinnvoll. Dabei werden eine definierte Menge von Fonds oder Portfolios, die ähnliche Eigenschaften aufweisen wie das spezifische Portfolio, in einem „Bucket“ zusammengefasst. Bei der Zusammenstellung werden Aspekte wie Fonds- bzw. Portfoliogröße, Vintages sowie die sektorale und geografische Anlagepolitik berücksichtigt. In einem zweiten Schritt können Kennzahlen wie die Internal Rate of Return (IRR), der Total Value to Paid-in Capital (TVPI) und Public Markets Equivalents (PME) herangezogen werden, um tiefere Erkenntnisse über die Performance von Investitionen zu erhalten und diese im Kontext der allgemeinen Marktentwicklung sowie vergleichbarer Investitionen bewerten zu können.

3.5.3 Reporting und Meldewesen

Die regulatorischen Vorgaben in der Europäischen Union zu Alternativen Investments sind umfassend. Investoren sollten sich dessen bewusst sein und müssen sich entsprechend mit diesen Themen auseinandersetzen, um rechtliche Risiken zu minimieren. Im Rahmen dieses White Papers können wir keinen umfassenden Überblick über die regulatorische Behandlung von Alternativen Investments geben. Im Folgenden gehen wir aber auf einige wesentliche Aspekte ein, die insbesondere Kreditinstitute betreffen.

Der diesbezügliche regulatorische Rahmen ist komplex und umfasst hauptsächlich die AIFM-Richtlinie³⁹ und die Capital Requirements Regulation (CRR). Erstere definiert alternative Investmentfonds als Vehikel für gemeinsame Anlagen, die nicht unter die OGAW-Richtlinie fallen.⁴⁰ Aus diesem Grund müssen Kreditinstitute bei Investitionen in Alternative Investments speziellen Anforderungen mit Blick auf die Kapitalunterlegung und das Risikomanagement genügen.

Die Eigenmittelanforderungen sind in der CRR geregelt. Sie dient der Umsetzung der Basel III-Standards in der EU und soll dort zu einheitlichen Wettbewerbsbedingungen für Banken beitragen und dafür sorgen, dass Kreditinstitute über eine angemessene Eigenkapitalausstattung zur Risikoabdeckung verfügen. Seit dem 1. Januar 2025 gilt die CRR III, die wichtige Änderungen mit sich bringt. Dazu gehört eine Neufassung des Kreditrisiko-Standardansatzes (KSA). Die Verpflichtung zur Betrachtung der risikogewichteten Aktiva ergibt sich aus der ersten Säule der Basel III-Standards. Diese regeln, wie die harte Kernkapitalquote berechnet werden muss.

Im KSA werden die konkreten Risikogewichte der einzelnen Anlageklassen geregelt, die Kreditinstitute für die Berechnung der risikogewichteten Aktiva heranziehen müssen. Der Übergang von der CRR II zur CRR III verändert die Risikogewichte (geregelt in Artikel 133 CRR). Infolgedessen steigt das Risikogewicht im KSA für Beteiligungen von 150 Prozent auf 250 Prozent, wenn von einer Halteabsicht von mindestens drei Jahren ausgegangen wird. Gemäß Artikel 495 CRR III steigen die Risikogewichte mit einer Übergangsphase in jedem Jahr gleichmäßig an, bis das neue Zielgewicht im Jahr 2030 erreicht ist. Im Rahmen dieses

³⁹ Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (englisch: Alternative Investment Fund Manager Directive, AIFMD).

⁴⁰ Die OGAW-Richtlinie ist eine Richtlinie der EU, die Standards für Investmentfonds (auch: Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, OGAW) festlegt. Ziel ist unter anderem eine EU-weite Vereinheitlichung der Vorschriften für Investmentfonds.



White Papers gehen wir davon aus, dass alle Investitionen in Beteiligungen nicht zuletzt aufgrund der Illiquidität einer langfristigen Halteabsicht unterliegen.

Außerdem fordert die CRR III, dass die Risikoposition in der Berechnung der bankeige-

nen risikogewichteten Aktiva berücksichtigt werden muss. Dies impliziert, dass Kreditinstitute das komplette zugesagte Kapital einer Beteiligung bei der Berechnung des KSA-Gewichts berücksichtigen müssen und nicht lediglich auf das investierte Kapital abstellen dürfen.

4 Fazit

Alternative Investments verbessern die Eigenschaften von Multi-Asset-Portfolios – sowohl mit Blick auf die Rendite als auch auf das Risiko. Das ist das zentrale Ergebnis unseres diesjährigen White Papers. Dieser Befund gilt für Investoren mit hohen Freiheitsgraden ebenso wie für jene mit stärkeren Anlagerestriktionen.

Grundlage für diese positiven Portfoliowirkungen ist die strukturelle Unterstützung, die die privaten Märkte seit einigen Jahren erfahren. Sie profitieren von einem Rückenwind aus makro- und marktspezifischen Faktoren, der auch in den kommenden Jahren anhalten dürfte. So sorgen übergeordnete Trends, die etwa aus der Great Transformation erwachsen, für einen enorm gesteigerten Kapitalbedarf. Die Restrukturierung von Lieferketten, die Investitionen in Wettbewerbsfähigkeit, etwa auf den Gebieten Infrastruktur und Sicherheit, sowie der technologische Fortschritt (Stichwort: KI) erhöhen die Nachfrage nach Kapital erheblich. Zusätzlich sinkt der Anteil an Banken als Finanzierungsgeber für europäische Mittelstandsunternehmen, was die wachsende Rolle von Alternativen Investments in der Projekt- und Unternehmensfinanzierung unterstreicht.

Investoren sollten also ihr Anlageuniversum um Alternative Investments erweitern, um sich diese Ertrags- und Diversifikationsquellen zu erschließen. Doch dazu sind andere Analyseinstrumente notwendig als bei klassi-

schen Anlagen wie Aktien, Anleihen oder Rohstoffen. Private-Equity-, Private-Debt- sowie private Immobilien- und Infrastrukturinvestments haben sowohl im Vergleich mit den genannten, liquiden Anlagen als auch untereinander ganz unterschiedliche Eigenschaften, die sich im Analyse Rahmen widerspiegeln müssen. Eine Herausforderung ist etwa die oftmals eingeschränkte Datenverfügbarkeit. Die Investition in Alternative Investments erhöht damit zweifellos die Komplexität des Portfolios sowie des Analyse- und Investmentprozesses.

Darüber hinaus sind private oftmals weniger transparent als öffentliche Märkte. Auch sind die Investitionsvolumina und die Transaktionskosten bei Alternativen Investments höher als bei Aktien oder Anleihen, woraus häufig eine geringere Streuung auf Projektebene resultiert. Schließlich sind auch die Investitionszeiträume länger als bei klassischen Wertanlagen. Doch die gute Nachricht für Investoren: Gelingt es, diese Herausforderungen in der Analyse zu meistern, lassen sich entsprechende Prämien vereinnahmen.



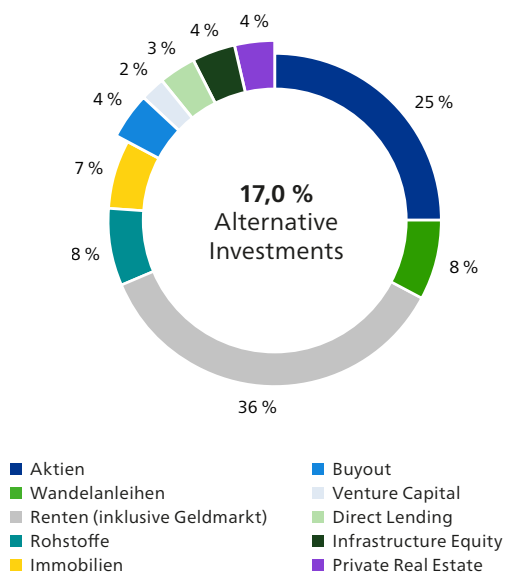
Zentral für die Konstruktion effizienter Portfolios sind valide Return- und Risikokennzahlen. Um diese abzubilden, haben wir verschiedene Bewertungs- und Prämienansätze zu einem proprietären Modell zusammengefügt, das die genannten speziellen Charakteristika der Alternativen Investments zeigt. Ein Vergleich mit anderen Marktquellen belegt dabei die Robustheit unserer Ergebnisse: Wir erwarten je nach Anlageklasse für die kommenden zehn Jahre einen durchschnittlichen jährlichen Ertrag zwischen sieben und fast zwölf Prozent. Das entspricht teilweise deutlichen Prämien gegenüber den vergleichbaren liquiden Märkten. Diese Prognosen reflektieren zum einen das grundsätzliche Wachstum der Alternativen Investments, zum anderen aber auch die Spezifika und Herausforderungen, denen einzelne Anlageklassen aktuell gegenüberstehen.

Neben den Ertragserwartungen legen wir auch die positiven Diversifikationseigenschaften von Alternativen Investments dar. Die Ergebnisse gelten sowohl für klassische Risikokennzahlen wie Volatilität und Korrelation als auch für eine um den Co-Drawdown-Ansatz erweiterte Risikoperspektive, die die Vorteile von Alternativen Investments vor allem in Verlustphasen belegt.

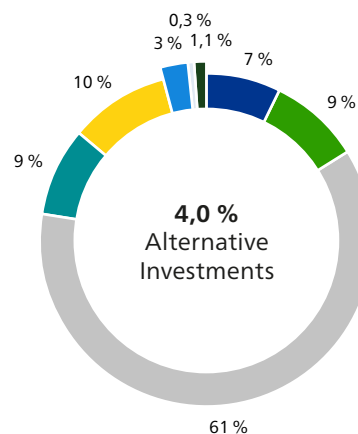
Auf dieser umfangreichen analytischen Basis haben wir verschiedene Portfolios modelliert. Dabei konnten wir zeigen, dass bereits eine ohne besondere Optimierung erfolgte Integration ausgewählter Alternativer Investments (Immobilien, Private Equity und Infrastruktur) seit dem Jahr 2000 die Ertrags- und Risikoeigenschaften eines Multi-Asset-Portfolio verbessert hätte.

Abbildung 25 **Musterportfolios für verschiedene Anleger**

Ökonomisches, kundenunspezifisches Anker-Portfolio*
Optimiertes Musterportfolio



Banken-Portfolio mit verfügbarer Produktpalette**
Optimiertes Musterportfolio



Quelle: Union Investment. Stand: Juli 2025.

*Optimierungsergebnisse mit bis zu 100 % in Kern-Assetklassen (inkl. Immobilien), jeweils max. 10 % in weiteren Assetklassen und Medianwerten für PE & PD.

** Optimierungsergebnisse mit bis zu 100 % KSA, 15 % VaR (Anrechnung: investiertes Kapital + offene Zusagen), max. jeweils 10 % in Aktien EM, Wandelanleihen, Rohstoffen, Credit HY und EM-Staatsanleihen, max. 18 % in Private Equity und Infrastructure Equity.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Um dieses Ergebnis in die Zukunft fortzuschreiben, haben wir unsere langfristigen Makro- und Kapitalmarktprognosen mit den entwickelten Erwartungen für Ertrag und Risiko von Alternativen Investments zusammengeführt. Dafür haben wir unser proprietäres Optimo-Tool um die Nutzung der besonderen Charakteristika von Alternativen Investments erweitert. Das Ergebnis: Alternative Investments finden mit einem erheblichen Anteil (fast 17 Prozent) Einzug in das Multi-Asset-Portfolio eines Investors mit nur moderaten regulatorischen Einschränkungen (wie etwa aus dem Private Wealth Management). Dabei wird mit Private Equity (Buyout und Venture Capital), Private Lending, Infrastructure und Private Real Estate die komplette Bandbreite an analysierten Alternativen Investments allokiert (siehe Abbildung 25, links). Die jährlichen Ertragserwartungen dieses Portfolios liegen bei 5,5 Prozent, die Volatilität liegt bei 6,2 Prozent.

Doch auch Kunden mit starken regulatorischen Einschränkungen können von den Vorteilen der Alternativen Investments profitieren. Das zeigen wir anhand eines beispielhaften Portfolios von Kreditinstituten, in dem wir zusätzlich Obergrenzen für den Value at Risk und die KSA-Gewichte sowie Produktverfügbarkeiten berücksichtigen. Hier werden durch die Optimierung immer noch rund vier Prozent Alternative Investments allokiert (siehe Abbildung 25,

rechts). Der Fokus liegt dabei auf Private Equity (Buyout und Venture Capital) sowie Infrastructure Equity. Die jährlichen Ertragserwartungen dieses Portfolios betragen 4,6 Prozent, die Volatilität beträgt 4,7 Prozent. Auch aufgrund seines höheren Anleiheanteils ist das Portfolio zwar defensiver ausgerichtet als das Portfolio mit mehr Freiheitsgraden. Dennoch hat es vergleichbar attraktive Rendite-Risiko-Eigenschaften.

Diese Ergebnisse zeigen: Alternative Investments können nicht nur die Portfolioeigenschaften für Investoren mit geringen regulatorischen Vorgaben verbessern. Auch die Kundengruppen mit starken Restriktionen können profitieren. Entscheidend für den optimalen Anteil von Alternativen Investments sind die jeweiligen kundenspezifischen Annahmen. In unserer Analyse haben wir einen Rahmen entwickelt, um diese Vorgaben in jeweils optimale Portfoliovorschläge zu überführen und so Alternative Investments systematisch in die Strategische Asset Allocation zu integrieren. Wichtige Erkenntnis: Eine einfache Markowitz-Optimierung ist nicht ausreichend. Vielmehr muss der Komplexität der Anlageklasse Alternative Investments auch mit einem anspruchsvolleren Analyse- und Optimierungsrahmen Rechnung getragen werden. Gelingt dies, ist eine sinnvolle Integration von Alternativen Investments in das Portfolio möglich – und für Investoren lohnenswert.



Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit stehen die Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung der Verfasser zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Die Inhalte dieser Kundeninformation stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle qualifizierte

Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen. Alle Index- bzw. Produktbezeichnungen anderer Unternehmen als Union Investment können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: 24. September 2025, soweit nicht anders angegeben.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)



Alternative Investments verbessern die Eigenschaften von Multi-Asset-Portfolios – sowohl mit Blick auf die Rendite als auch auf das Risiko. Dieser Befund gilt für Investoren mit hohen Freiheitsgraden ebenso wie für jene mit stärkeren Anlagerestriktionen. Für die Integration in eine SAA ist jedoch eine einfache Markowitz-Optimierung nicht ausreichend. Vielmehr muss der Komplexität der Anlageklasse Alternative Investments auch mit einem anspruchsvolleren Analyse- und Optimierungsrahmen Rechnung getragen werden. Gelingt dies, ist eine sinnvolle Integration von Alternativen Investments in das Portfolio möglich – und für Investoren lohnenswert.

Wir arbeiten für Ihr Investment

Herausgeber:

Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main
Deutschland

Bildnachweise: Union Investment Institutional GmbH,
filo/Getty Images (S. 1, 2, 61)

Telefon: 069 2567-7652

institutional@union-investment.de

www.institutional.union-investment.de
www.union-investment.com

Stand: September 2025

