

# portfolio institutionell



# PRIVATE DEBT

## INVESTMENT-STRATEGIE

Berater machen Aufsicht rund:  
Was sich in der AV ändern muss

## ROUNDTABLE

Rundblick über aktive Indexstrategien  
von regulierten Investoren

## INVESTOREN

Runde Sache: die Goldallokation der  
Pensionskasse der Hamburger Hochbahn



**Anja Markert,**  
Gruppenleiterin  
Kapitalmarktprodukte  
bei Union Investment

## Anpackendes Management

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

Erfahren Sie mehr unter  
[ui-link.de/aktivesmanagement](https://ui-link.de/aktivesmanagement)

**Wir arbeiten für Ihr Investment**



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

 **Union  
Investment**



## *Sorge um die Altersvorsorge*

Gut gemeint ist oft nicht gut gemacht. Wie zum Beispiel die Altersvorsorge in Deutschland. In der bAV entstand ein bürokratisches Hochfest mit fünf Durchführungswegen sowie vielen Gesetzen, Verordnungen und Rundschreiben. In der privaten Altersvorsorge ist der Verwaltungsaufwand nicht minder groß.

Ein Hochfest ist die kapitalgedeckte Altersvorsorge auch für Lobbyisten und ideologisch verbohrt Politiker mit Kapitalmarkt-Phobie zur Profilierung. Letztere fürchten zurecht, dass selbst vorsorgende Wähler sich nicht mehr mit sozialen Wohltaten ködern lassen.

Krankheitssymptome des überregulierten, kleinteiligen Systems zeigen sich in der Vielzahl geschlossener Pensionskassen, oft überforderten Landesaufsichten oder in den im internationalen Vergleich geringen Renditen.

Hoffnung auf mehr Renditeorientierung geben die neuen Quoten der Anlageverordnung oder die Sozialpartnermodelle. Diese müssen allerdings auf Anleger-ebene auch gelebt werden – was in vielen Fällen auch geschieht. Mehr hierzu finden Sie in dieser Ausgabe sowie auf unserer Jahreskonferenz- und Awards-Veranstaltung am 11. März in Berlin.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen Ihr

Patrick Eisele  
Chefredakteur



# Berlin, 11. März 2026

portfolio institutionell Awards und Jahreskonferenz





# Signature Investing.

**„Deka**  
Institutionell

So unverwechselbar wie Ihre Handschrift:  
unsere passiven Mandatslösungen.


Sie haben einen einzigartigen Investmentstil – wir sind Spezialisten für maßgeschneiderte passive Mandatslösungen. Dabei skizzieren, kombinieren und gewichten wir die passenden Indexbausteine nach Ihren individuellen Anlagequoten, -richtlinien und regulatorischen Anforderungen sowie Nachhaltigkeitspräferenzen. Schreiben Sie Ihre Erfolgsgeschichte – unterstützt durch unsere erstklassigen Services und Reportings.

Überlegen. Investieren.



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

DekaBank Deutsche Girozentrale  
Weiterführende Informationen unter [deka-institutionell.de](https://www.deka-institutionell.de)

 Finanzgruppe

## NACHRICHTEN

<b>Klageweg</b> – Anleger und Anwälte .....	6
<b>Gigawatt</b> – Lights on Offshore: Staaten wollen Strom aus der Nordsee. . .	8
<b>Fusionitis</b> – EQT übernimmt Collier Capital .....	8
<b>Divergenz</b> – Offener Immobilienfonds schließt, VKB offen für Direktinvestment .....	10
<b>Keine Trumpisten</b> – Pensionsfonds verabschieden sich aus Treasuries . .	10
<b>Auf einen Blick</b> – Personalien und Termine .....	11
<b>portfolio Veranstaltungen</b> – Jahreskonferenz 2026 .....	12

## WELTSPIEGEL

<b>Vorreiter</b> – Das einflussreichste Kapital der Welt .....	14
--	----

## MEINUNG UND ANALYSE

<b>Gastbeitrag</b> – Sustainable Finance im Schatten globaler Verteilungskämpfe .....	16
--	----

## INVESTMENT-STRATEGIE

<b>Causa VZB</b> – Reformbedarf in der Altersvorsorge .....	20
<b>Renditeumfeld</b> – Wie Zinsanleger die Kurve kriegen .....	22

## ROUNDTABLE

<b>Gesprächsrunde</b> – Aktive Überzeugungen auf passivem Fundament . .	24
---	----

## PENSIONS

<b>Wertschätzende Gaben</b> – Betriebsrente und die Benefits .....	32
<b>Im zweiten Anlauf</b> – Willkommen BRSG 2.0 .....	36

## INVESTOREN

<b>Interview mit Frank Oliver Paschen und Andreas Müller von der PK der Hamburger Hochbahn</b> – Goldrichtige Kapitalanlage . .	38
---	----

## TITELTHEMA

<b>Intro</b> – Private Debt .....	46
<b>Kreditfonds</b> – Kassieren mit Fondsfinanzieren .....	48
<b>Plattformen</b> – Sprungbrett in Private Debt .....	51

## RUBRIKEN

<b>Impressum</b> .....	6
<b>Chart-Kabinett</b> .....	54



Bild: Stockphoto

## Anleger und Anwälte

Mehr um Paragraphen statt um Prozente dreht sich derzeit gerade vieles auf den Kapitalmärkten. In den USA scheint beispielsweise der oberste Prozesshansel im Weißen Haus zu versuchen, per Juristerei niedrigere Zinsen zu erwirken. Diesen Verdacht hegt US-Notenbankchef Jerome Powell, der sich mit strafrechtlicher Verfolgung seitens des US-Justizministeriums wegen der Umbau-Kosten der Fed-Zentrale konfrontiert sieht. Für Fed-Chef Powell handelt es sich um einen Vorwand. „Man droht uns mit Strafverfolgung, weil wir die Zinsen so festlegen, wie es unserer Einschätzung nach der Öffentlichkeit dient – und nicht, wie es der Präsident gern hätte“, erklärte Powell laut Medien. Powell ist mit seiner Einschätzung nicht allein: 16 weitere Zentralbanken, darunter die EZB, stärken ihm den Rücken und mahnen an, die Unabhängigkeit von Zentralbanken nicht zu gefährden.

### Zahnärzte ziehen vor Gericht

In Berlin versucht derweil das krisengeschüttelte Versorgungswerk der Zahnärzte (VZB) vor Gericht zu retten, was noch zu retten ist. Laut Informationen von RBB 24 will das VZB vor dem Landgericht Berlin klären lassen, wer für den Schaden in der Kapitalanlage, die sich mindestens halbiert haben soll, aufkommen soll. Als Antragsgegner werden neben dem Land Berlin – das das Versorgungswerk hätte beaufsichtigen sollen – auch die Wirtschaftsprüfer der AV-Einrichtung benannt und außerdem die für Risikoreports zuständige Deutschen Apotheker- und Ärztebank sowie neun ehemalige Mitglieder der VZB-Führung. Diese Zahnärzte waren im Aufsichts- oder Verwaltungsausschuss für die Geschäfte des VZB zuständig. Die Apo-Bank wies gegenüber RBB 24 bereits eine Mitschuld an den Anlageverlusten des VZB zurück. Eingereicht wurde der Antrag von der neuen Direktion, die kommissarisch durch Ex-VBL-Vorstand Georg Geenen und Stefan Wernicke wahrgenommen wird. Wernicke kümmerte sich zuvor um die Beteiligungen der Berliner Volksbank. Dem Versorgungswerk droht aber auch selbst rechtlicher Gegenwind. Laut Bericht planen einige Zahnärzte Widerspruch gegen den ab diesem Jahr von 1.529,50 auf 1.605,50 Euro pro Monat erhöhten Pflichtbeitrag einzulegen.

### Schadensersatzklagen gegen BVK

Ärger mit Immobilien, allerdings mit Büros in den USA, hat bekanntlich auch die Bayerische Versorgungskammer (BVK). Zu Abschreibungen in dreistelliger Millionenhöhe sind, wie die Süddeutsche Zeitung berichtet, noch Schadensersatzklagen von Mietern und Käufern der US-Immobilienprojekte der BVK hinzugekommen. Zudem soll Dienstleister Michael Shvo, ein verurteilter Steuerhinterzieher, die BVK auf ausstehende Gebühren verklagen. Auch prüft eine „Interessengemeinschaft Versorgungswerke“ mögliche Schadensersatzansprüche.

Vorsorglich sich zu exkulpieren versucht dagegen anscheinend die Deutsche Finance Group. Per Pressemitteilung (!) stellt der Asset Manager klar, „dass weder die Deutsche Finance America noch andere mit der Deutsche Finance Group verbundene Gesellschaften bei diesen US-Investments als Zielfondsmanager tätig waren oder über eine diskretionäre Entscheidungskompetenz im Hinblick auf die Auswahl oder Durchführung der Investments verfügten“. Zuvor bezifferte die Versorgungskammer ihr „Eigenkapitalengagement im Rahmen von US-Immobilieninvestitionen mit der Deutschen Finance und SHVO auf rund 1,6 Milliarden Euro“.

Als Lehre aus diesen US-Immobilieninvestments zieht die BVK unter anderem, die Compliance-Organisation zu verbessern. Hierzu gehöre auch eine Untersuchung unter Einbeziehung externer Experten, wie es zu den erwähnten Compliance-Verstößen kommen konnte. Unter anderem soll das Compliance-Frühwarn-System weiter verbessert werden.

pe

## Impressum

Herausgeber  
portfolio Verlagsgesellschaft mbH  
Kleine Hochstraße 9–11  
60313 Frankfurt am Main  
Tel.: +49 (0)69 8570 8152  
E-Mail: kontakt@portfolio-verlag.com

Redaktion  
Patrick Eisele (V.i.S.d.P.) (pe), Tobias Bürger (tbü), Jochen Hägele (jh),  
Detlef Pohl  
E-Mail: redaktion.institutionell@portfolio-verlag.com

Head of Sales & Relationship Management  
Oneeba Sammi  
Tel.: +49 (0)69 8570 8152  
E-Mail: o.sammi@portfolio-verlag.com

Head of Events & Business Operations  
Sana Sammi  
Tel.: +49 (0)69 5899 6798  
E-Mail: s.sammi@portfolio-verlag.com

Layout & Grafik  
portfolio Verlag

Erscheinungsweise  
10 Ausgaben im Jahr

Kostenloses Jahresabonnement für institutionelle Anleger  
Claudia Ajagbe  
Tel.: +49 (0)69 5095 5407  
E-Mail: c.ajagbe@portfolio-verlag.com

Druckerei  
Silber Druck oHG, Otto-Hahn-Straße 25, 34253 Lohfelden

© Copyright portfolio Verlagsgesellschaft mbH  
Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger schriftlicher Genehmigung des Verlags. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

ISSN: 1613-6772





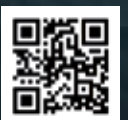
# DJE – Dividende & Substanz

## Ausgezeichnetes Risikomanagement – auch für institutionelle Investoren.



**DJE – Dividende & Substanz: Unser Fonds für dividendenstarke Aktien.**

Individuelle institutionelle Lösungen  
[dje.de/dividende-und-substanz/insti](http://dje.de/dividende-und-substanz/insti)



Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt des betreffenden Fonds und das PRIIPs-KID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Darin sind auch die ausführlichen Informationen zu Chancen und Risiken enthalten. Diese Unterlagen können in deutscher Sprache kostenlos auf [www.dje.de](http://www.dje.de) unter dem betreffenden Fonds abgerufen werden. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann in deutscher Sprache kostenlos in elektronischer Form auf der Webseite unter [www.dje.de/de/zusammenfassung-der-anlegerrechte](http://www.dje.de/de/zusammenfassung-der-anlegerrechte) abgerufen werden. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information, können sich jederzeit ändern und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Auszeichnungen und langjährige Erfahrung garantieren keinen Anlageerfolg.

## Lights on Offshore: Staaten wollen Strom aus der Nordsee

Die „Erklärung von Hamburg“ dürfte Anleger wie die Allianz, die bereits in Offshore-Windparks investiert haben, bestätigen. In der Erklärung bekräftigen die Anrainerstaaten der Nordsee, diese zum weltgrößten Drehkreuz für saubere Energie zu machen. Dabei wolle man sich insbesondere auf die Erzeugung Erneuerbarer Offshore-Energie und starke Verbundnetze stützen.

2023 meldete Allianz Capital Partners, dass man in einem Konsortium mit Norges Bank Investment Management und AIP Management 49,9 Prozent am Offshore-Windpark He Dreiht vom deutschen Energieversorger EnBW erwirbt. Die Allianz werde eine Beteiligung in Höhe von 16,6 Prozent am 960-Megawatt-Projekt erwerben. He Dreiht befindet sich in der deutschen Nordsee. Im Jahr zuvor erwarb die Allianz einen Anteil am Offshore-Windpark Hollandse Kust Zuid in den Niederlanden. Ebenfalls 2022 wurde ein Investment in eine Stromtrasse bekannt, die erstmals deutsche und britische Stromnetze verbindet.

Eigenkapital-Engagements in Windparks in der Nordsee sind auch von der Barmenia-Gothaer und der Alten Leipziger bekannt. Künftig, so hoffen die Regierungen der Anrainerstaaten, kommen weitere Investoren hinzu, um Europas Energiezukunft in der Nordsee aufzubauen: „Die EU-Mitgliedstaaten, die diese ‚Erklärung‘ unterzeichnet haben, und das Vereinigte Königreich verfolgen das übergreifende Ziel, bis zu 100 Gigawatt von unserer gemeinsamen

Zielsetzung von 300 Gigawatt durch grenzübergreifende Projekte der Zusammenarbeit zu entwickeln. Um diese gemeinsame Zielsetzung zu erreichen, sind Kapitalinvestitionen, insbesondere aus dem Privatsektor, in größerem Umfang erforderlich.“

### Abschreibungen statt Ausschreibungen

Im vergangenen Jahr stockte jedoch der Ausbau von Offshore-Windanlagen. Die EnBW musste eine milliarden schwere Abschreibung auf zwei britische Offshore-Windparks vornehmen und im August gingen erstmals bei einer Ausschreibung keine Gebote ein. Der Verband BDEW führt für das Desinteresse neben gestiegenen Kapitalkosten und Strompreisrisiken die hohe geplante Bebauungsdichte an. Diese führe dazu, „dass die Volllaststunden auf den nun ausgeschriebenen Flächen durch Verschattungseffekte signifikant reduziert werden“.

### Allianz geht lieber vor Frankreich offshore

Für mehr Wind wird auch der von den Staaten geplante Offshore-Finanzierungsrahmen nicht sorgen. Hilfreicher für Investoren dürfte eine regionale Diversifikation sein. Die Allianz wurde aktuell für ihren dritten Offshore-Windpark – eine Minderheitsbeteiligung von 20,25 Prozent am Windpark îles d'Yeu et Noirmoutier – vor der französischen Atlantikküste fündig. pe

## EQT übernimmt Collier Capital

Secondaries sind bei Finanzinvestoren derzeit erste Wahl. Das zeigt die geplante Übernahme von Collier Capital durch die schwedische Investmentgesellschaft EQT. Die Skandinavier angeln sich den britischen Spezialisten für Sekundärmarkt-Transaktionen, der Kapitalanlagen von rund 50 Milliarden Dollar (Assets under Management) für institutionelle Investoren und vermögende Privatanleger verwaltet. Mehr als die Hälfte davon (33 Milliarden Dollar) sind „fee-generating assets“. Sie bringen dem im Jahr 1990 von Jeremy Collier gegründeten Unternehmen also ein laufendes Einkommen ein.

Es heißt, der Zusammenschluss eröffne beiden Chancen im Sekundärmarkt. Dieser wuchs im vergangenen Jahr um 41 Prozent und erreichte ein Transaktionsvolumen von 226 Milliarden Dollar. Bis zum Ende dieses Jahrzehnts soll das jährliche Volumen weiter steigen und sich gemäß Schätzungen von Collier Capital verdoppeln. EQT nimmt für die Übernahme eine Stange Geld in die Hand. Wobei die Basisvergütung 3,2 Milliarden Dollar beträgt und durch EQT-Stammaktien finanziert werde, die zum Abschlusszeitpunkt ausgegeben werden sollen. Ferner steht eine Barzahlung von

bis zu 500 Millionen Dollar im Raum. Sie ist an die weitere Geschäftsentwicklung von Collier Capital geknüpft.

### Die Fusionitis grassiert auch in der Schweiz

Hohe Wellen schlug voriges Jahr die Übernahme der Susi Partners AG durch Gresham House, einen auf alternative Anlagen spezialisierten Asset Manager mit Sitz in London. Susi Partners ist ein auf Infrastruktur für die Energiewende aufbauendes Investmenthaus. Neuigkeiten gibt es zuletzt auch von Met-Life Investment Management: Der Asset Manager des gleichnamigen Versicherers hat Pinebridge Investments übernommen. Das fusionierte Unternehmen verwaltete zuletzt rund 735 Milliarden Dollar.

Die Fusionitis grassiert auch in der Schweiz. Nach dem Zusammenschluss der Versicherungsgruppen Baloise und Helvetia zur Helvetia-Baloise im Dezember sollen nun auch die Asset-Management-Einheiten unter ein Dach schlüpfen. Auf der Strecke bleibt Helvetia Asset Management. Sämtliche ihrer Aktiva und Passiva sollen auf die Baloise Asset Management übertragen werden. tbü





Jeden Montag  
und Mittwoch

# **NEWSFLASH**

Alles was wichtig ist  
für institutionelle Investoren



Newsletter kostenlos abonnieren

**portfolio**  
institutionell

## Offener Immobilienfonds schließt, VKB offen für Direktinvestment

Neue Sorgen bei dem altbekannten Problem, dass sich illiquide Assets immer noch nicht für liquide Vehikel, die Wertstabilität versprechen, eignen. Mitte Januar musste der Offene Immobilienfonds Wertgrund Wohnselect D schließen. „Das Verfahren soll sicherstellen, dass Rückgabewünsche geordnet und fair bearbeitet werden können und gleichzeitig das Sondervermögen für verbleibende Anleger erhalten bleibt“, erläuterte Wertgrund-Chef Thomas Meyer dem Handelsblatt die Hiobsbotschaft für die Fans von Offenen Immobilienfonds. Wie die Wohnselect Kapitalverwaltungsgesellschaft mitteilt, reichen die liquiden Mittel des Immobilien-Sondervermögens nicht aus, um den Rücknahmepreis für die zur Rückgabe vorgelegten Anteile zu zahlen und die ordnungsgemäße laufende Bewirtschaftung des Immobilien-Sondervermögens sicherzustellen.

### Wertgrund hat 290 Millionen Euro in 16 Objekte investiert

Nach Angaben von Wertgrund wurde der Fonds für Vermögensverwalter, Family Offices und Privatbanken entwickelt und im April 2010 aufgelegt. Der Fonds investiert in Bestands-Wohnimmobilien sowie in Projektentwicklungen an ausgewählten deutschen Standorten. Ende Dezember belief sich das Nettofondsvolumen auf 290 Millionen Euro. Investiert ist der Fonds in 16 Objekte, die zu 96 Prozent vermietet sind. Die Gesamtkostenquote gibt die Gesellschaft mit 1,51 Prozent an.

Auf die spätestens seit der Finanzkrise zweifelhafte Liquidität von Offenen Immobilienfonds verzichtete die Versicherungskammer Bayern (VKB) im vergangenen Jahr bei einer Transaktion – nicht aber auf Wertstabilität. Gekauft wurde nämlich das Büro- und Geschäftshaus „B.munich“ in München. Der Neubau mit rund 7.000 Quadratmetern für Büros sowie 1.800 Quadratmetern Retail- und Gastronomiefläche befindet sich in der Nähe des Hauptbahnhofs und ist Teil eines neuen Geschäftsviertels. „Mit dem B.munich haben wir in eine Lage investiert, die sich in den kommenden Jahren zu einem der spannendsten und wertstabilsten Bürostandorte Münchens entwickeln wird“, erklärt Stephan Huber, Head of Investment Management der Versicherungskammer Real Estate.

Diese Wertstabilität betont auch eine CBRE-Analyse des Münchner Büromarkts in Q4 2025: Laut dieser wurden für A-Flächen innerhalb des Mittleren Rings mit 36,32 Euro im Schnitt sieben Prozent mehr gezahlt als im Vorjahr. Die nachhaltig erzielbare Spitzenmiete erreichte mit 60,00 Euro je Quadratmeter pro Monat ein neues Münchner Topniveau. Die Leerstandsquote in München ist laut CBRE zwar moderat auf 8,2 Prozent gestiegen. Betroffen seien hiervon jedoch überwiegend nicht mehr marktkonforme Flächen in dezentralen Lagen. „In den Nachfrage-Hot-Spots nahe der Innenstadt gibt es, dank des ungebrochen ausgeprägten Nachfrageüberhangs, vor allem bei erstklassigen, ESG-fähigen Objekten weiterhin kaum Leerstand“, so CBRE. tbü/pe

## Pensionsfonds verabschieden sich aus Treasuries

Mit über 5.000 Dollar geht die Feinunze Gold weiter auf Rekordjagd. Dagegen wachsen die Zweifel am anderen Safe-Haven-Klassiker, den Treasuries. Diese könnten fortbestehen – und zwar nicht nur aus fundamentalen Gründen. LFDE-Fondsmanager Enguerand Artaz hält es für möglich, dass das Misstrauen gegenüber US-Staatsanleihen zunimmt: „Die aggressive Haltung von Donald Trump in den internationalen Beziehungen, insbesondere gegenüber Grönland, veranlasst einige Akteure dazu, ihre Positionen in amerikanischen Staatsanleihen abzubauen.“

### Abkehr aus fundamentalen und politischen Gründen

Zu diesen Akteuren zählt Akademiker Pension. Der dänische Pensionsfonds trennt sich von US-Treasuries in Höhe von 100 Millionen Dollar. Chefanleger Anders Schelde begründete den Schritt gegenüber CNBC mit dem steigenden US-Debt. Der Grönland-Streit hat den Pensionsfonds von den Verkäufen zumindest nicht abgehalten. Der Schritt stehe „nicht in direktem Zusammenhang mit der anhaltenden Kluft zwischen den USA und Europa, aber das hat die Entscheidung natürlich nicht schwieriger gemacht“,

so Schelde. Mit Padagogernes geht eine weitere dänische Kasse auf Distanz zu den USA – in diesem Fall eindeutig aus politischen Gründen: „Wir wollen uns von unserer Abhängigkeit von den Vereinigten Staaten befreien, für den Fall, dass Trump beschließt, Sanktionen zu verhängen, die direkt auf den dänischen Finanzsektor abzielen“, erklärte Direktor Sune Schackenföld TV2. In Schweden startete Alecta Anfang 2025 mit dem Treasury-Abverkauf. Die Entscheidung basierte auf „der Einschätzung, dass das mit US-Staatsanleihen und dem Dollar verbundene Risiko gestiegen ist, was mit der geringeren Vorhersehbarkeit der Politik in Verbindung mit hohen Haushaltsdefiziten und wachsenden Staatsschulden zusammenhängt“, sagte CIO Pablo Bernengo der Agentur AFP.

LFDE kommentiert, dass es sich hierbei zwar um „bescheidene Beträge“ handelt. Es könne aber ein symbolischer Schritt sein, der Nachahmer findet. Zu bedenken gibt der Fondsmanager: „Da jedoch 30 Prozent der US-Anleihen außerhalb der Vereinigten Staaten gehalten werden, könnte der Markt zu einem Schauplatz geopolitischer Auseinandersetzungen werden.“ Dies würde Gold weiterhin glänzen lassen. pe

## Termine

11. März 2026 in Berlin

### PORTFOLIO INSTITUTIONELL AWARDS UND JAHRESKONFERENZ

Tel.: +49 (0)69 5899 6798

awards.portfolio-institutionell.de

24. bis 27. März 2026 in Berlin

### INFRASTRUCTURE INVESTOR GLOBAL SUMMIT 2026

Tel.: +44 207 566 5445

peievents.com/

27. bis 29. April 2026 in Frankfurt am Main

### BAI ALTERNATIVE INVESTOR CONFERENCE

Tel.: +49 (0)228 96987-0

ai-conference.com/

12. und 13. Mai 2026 in Berlin

### ABA-JAHRESTAGUNG

Tel.: +49 (0)30 3385811 12

aba-online.de

20. und 21. Mai 2026 in Hamburg

### DEUTSCHER STIFTUNGSTAG

Tel.: +49 (0)30 89 79 47-40

stiftungstag.org/

20. und 21. Mai 2026 in Berlin

### INVESTMENTEXPO

Tel.: +49 (0)30 2844 9873

investmentexpo.de/

8. bis 12. Juni 2026 in Berlin

### SUPERRETURN INTERNATIONAL

Tel.: +44 (0)20 8052 2013

informaconnect.com/superreturn-international/

9. und 10. Juni 2026 in Bergisch Gladbach

### FINPRO – FACHTAGUNG FÜR INNOVATIVE FINANZPRODUKTE

Tel.: +49 (0)341 246 592 63

vers-finpro.de/

## Trauer um Dieter Wolf



Dieter Wolf ist nach kurzer, schwerer Krankheit im Alter von 75 Jahren verstorben. Er war von 1999 bis 2013 Geschäftsführer der Meag und verantwortete dort das Portfoliomanagement. Danach engagierte er sich als Partner bei Orchidee Advisory sowie als Mitglied der Jury in der Kategorie „Beste Versicherung“

für die portfolio institutionell Awards.

pe

## Münchener Verein mit neuem Leiter AM

Simon Oeser hat zum 1. Januar 2026 bei der Münchener-Verein-Versicherungsgruppe die Leitung des Fachbereichs Asset Management übernommen. Dort tritt er in die Fußstapfen von Dr. Constantin Echter, der außerhalb des Konzerns neue Wege geht.

tbü

## Axel Wilhelm nun beim NKI

Axel Wilhelm arbeitet seit Anfang dieses Jahres für das Institut für nachhaltige Kapitalanlagen (NKI), eine Beratungsgesellschaft mit Sitz in Hannover, und ist Mitglied der Geschäftsleitung. Vor seinem Wechsel wirkte der 59-Jährige bei Ethi-Finance beziehungsweise der von ihr übernommenen Imug Rating.

tbü

## Die Köpfe hinter Finance for Transition

Nachhaltigkeitsspezialist Tommy Piemonte ist seit Jahresbeginn Fachlicher Leiter der Denkfabrik Finance for Transition (F4T). Die Tochtergesellschaft der Stiftung Mercator befindet sich nach ihrer Gründung im Dezember 2025 im Aufbau. Die Leitung übernimmt Silke Stremmlau, Vorsitzende des Sustainable-Finance-Beirates der früheren Bundesregierung.

tbü

## Prominenter Neuzugang bei der Hansainvest

Der Finanzdienstleister Hansainvest konnte sich die Expertise von Roman G. Trageiser sichern. Der Administrationsspezialist war ab 2021 für Universal Investment tätig, zuletzt als Group Head of Client Onboarding & Fund Lifecycle Management. Zuvor war Trageiser fast neun Jahre lang selbstständig. Zu seinen weiteren Stationen zählen ADP, Dealis Fund Operations und AGI.

pe

## Anja Nieberding macht Pension Buy-outs

Die Deutsche Betriebsrenten Holding (DBR) hat Anja Nieberding in die Geschäftsführung berufen. Sie folgt auf Thomas Bloch, der sich neuen Projekten widmen möchte, und werde den Ausbau des Geschäfts und die strategische Entwicklung der DBR mitgestalten. Nieberding kommt von Goldman Sachs, wo sie für Alternative Portfolio Solutions in der EMEA-Region verantwortlich war.

pe



## Die 20. Jahreskonferenz: Reviews, Previews und Counterviews

In einem Monat ist es wieder so weit: Die portfolio institutionell Jahreskonferenz öffnet am 11. März zum dann 20. Mal ihre Tore und das Who is who der deutschen institutionellen Kapitalanlage gibt sich in Berlin wieder die Ehre. Wir freuen uns schon jetzt auf interessante Diskussionen – und natürlich auch auf die portfolio institutionell Awards.

Die portfolio institutionell Jahreskonferenz und die Awards jähren sich am 11. März zum 20. Mal. Die Veteranen der Branche erinnern sich noch an die Keller-Räumlichkeiten des Hiltons an der Düsseldorfer Kö. Von dort ging es für ein paar Jahre weiter in das Hyatt Regency am Westhafen und dann in die Bundeshauptstadt Berlin, wo sich auch die Politprominenz wie Joachim Gauck, Joschka Fischer, Christian Lindner oder ein gewisser Friedrich Merz auf der Jahreskonferenz die Ehre gaben. Ebenfalls auf unseren Veranstaltungen waren Nassim Taleb, im vergangenen Jahr Prof. Hans-Werner Sinn, Aki Watzke, Unternehmer Wolfgang Grupp und Reinhold Messner zugegen. Letzterer dürfte als Person die Gäste emotional am stärksten bewegt haben, Professor Sinn inhaltlich.

Inhaltlich und emotional bewegend ist auch unser Hauptthema der Jahreskonferenz: Die Altersvorsorge in Deutschland. Frei nach dem Historiker Heinrich August Winkler lautet das Thema sowohl „Wie wir wurden, was wir sind“ als auch „Was wir werden wollen“. Wir debattieren unter anderem, warum sich die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Deutschland zu einem bürokratischen Monster entwickelt hat, die Teilnahmequoten stagnieren und warum die Renditen – auch ohne den Rekordverlust einer Berliner Einrichtung – im internationalen Vergleich eher niedrig sind. Wir debattieren die derzeitige Reformation der betrieblichen Altersvorsorge, die sich in Form der nun entstandenen Sozialpartnermodellen, in neuen, großzügigeren Quoten der Anlageverordnung oder in den

nun möglichen, zeitweiligen Unterdeckungen von Pensionskassen zeigt und vor allem allgemein in einer stärkeren Renditeorientierung des Gesetzgebers. Zu einer gelungenen Reformation braucht es aber auch – wie sich bei manchen Einrichtungen gezeigt hat – eine bessere Governance und ein besseres Risikomanagement.

Das wichtigste Thema aber ist, was wir werden wollen. Der Idealfall wäre eine auskömmliche, robuste und kapitalgedeckte Altersvorsorge, mit deren Geldern zudem auch die Infrastruktur, die Energiewende und viele innovative Start-ups finanziert werden und bei der die Politik nur von geringer Bedeutung ist. Wie wir dahin kommen? Das erfahren wir von Dr. Helmut Aden, der seit zwei Dekaden Vorstand des BVV und des Verbandes der Firmenspensionskassen ist, von Dr. Benedikt Köster, PSV-Vorstand und lange Jahre mitverantwortlich für die Pensions der Deutschen Post, und von Uwe Rieken, der seit über 20 Jahren mit Faros Consulting vor allem Altersvorsorgeeinrichtungen berät. Alle weiteren Gäste der portfolio institutionell Jahreskonferenz sind natürlich auch herzlich eingeladen, sich in die Debatte einzubringen. Altersvorsorge geht uns schließlich alle an.

Einbringen dürfen Sie sich natürlich auch in die weiteren Vorträge und Diskussionsrunden. Thematisch wählten wir für Sie unter anderem aus: Alpha, Risikomanagement, Aktien, Fixed Income, Emerging Market Debt, Infrastruktur, Immobilien und Nachhaltigkeit. Organisiert ist jeder Programmpunkt meist als moderierte Diskussionsrunde zwischen Investoren und Asset Managern.

Am Abend des 11. März laden wir Sie wie gehabt zu den portfolio institutionell Awards ein, also der Kür der besten Investoren Deutschlands. Sie dürfen gespannt sein – und wir uns hoffentlich auf Sie freuen!

*portfolio institutionell*



Portfolios und Politik: Auch die Berliner Prominenz gab sich in den vergangenen Jahren auf der Jahreskonferenz die Ehre und erläuterte das politische Geschehen. Zumindest grüner Politik widmete sich im vergangenen Jahr auch Ökonom Prof. Hans-Werner Sinn – und erzeugte viel Resonanz.

# We can't predict your future. But we can help you create it.



Our clients invest to reach something better. We're the partner who can help them get there. It's what we've done since 1978, and why thousands of clients trust us to manage over \$5 trillion dollars in assets.\*

**See how we can help you reach [statestreet.com/im](https://statestreet.com/im)**

\* This figure is presented as of December 31, 2025 and includes ETF AUM of \$1,950.80 billion USD of which approximately \$173.02 billion USD in gold assets with respect to SPDR products for which State Street Global Advisors Funds Distributors, LLC (SSGA FD) acts solely as the marketing agent. SSGA FD and State Street Investment Management are affiliated. Please note all AUM is unaudited.

© 2025 State Street Corporation. All Rights Reserved. ID3635100-8730432.1.1.EMEA.INST 1225 Exp. Date 12/31/2026

# getting there starts here



## Das einflussreichste Kapital der Welt

Von Tobias Bürger

**Milliardäre und institutionelle Investoren haben einiges gemeinsam. Beide Gruppen sind einflussreich und investieren neben klassischen liquiden Anlagen mehr und mehr in die Private Markets. Während Superreiche jedoch lieber im Hintergrund bleiben, drängen die mächtigsten Großanleger an die Öffentlichkeit. Wir zeigen, wer Vorbildliches leistet.**

Infrastruktur hat sich in den vergangenen Jahren in den breit diversifizierten Portfolios institutioneller Investoren als ein weiterer Baustein etabliert. Das ist begrüßenswert, gehen die entsprechenden Anlagen auf der Eigen- und auf der Fremdkapitalseite doch mit stabilen und gut planbaren Erträgen einher, mit denen die Großanleger ihren finanziellen Verpflichtungen nachkommen können. Dass man mit Infrastrukturanlagen auch steinreich werden kann, hat Michael Dorrell bewiesen. Der Mitbegründer und Vorstandschef der auf Infrastruktur spezialisierten Investmentfirma Stonepeak aus New York ist vor kurzem in den Club der Milliardäre aufgestiegen, wie der „Billionaire Ambitions Report 2025“ der Großbank UBS zeigt.

Dorrell ist einer von insgesamt 196 neuen Selfmade-Unternehmern, denen der Aufstieg in die Topliga gelungen ist. Seine Investmentgesellschaft verwaltet im Auftrag von mehr als 330 Investoren wie Pensionsfonds und Stiftungen circa 80 Milliarden Dollar. Weltweit kletterte die Zahl der Milliardäre laut dem Magazin „Forbes“ zuletzt auf 3.028 und damit auf ein neues Rekordniveau. Die Untersuchung der UBS zeigt, dass Milliardäre ähnliche Anlagepläne wie institutionelle Investoren verfolgen. Aktuell stocken sie vor allem Private Equity auf.

Auftrieb erhielt zuletzt nicht nur das Vermögen der Milliardäre, auch das Kapital der weltweit 100 größten institutionellen Asset Owner (AO) hat einen neuen Rekordwert erreicht, wie eine Auswertung des Thinking Ahead Institute für das Jahr 2024 ergeben hat. Allerdings geht es hier längst nicht mehr um Milliarden, sondern um Billionen, genau genommen um 29,3 Billionen Dollar. Die frischen Zahlen der AO-100-Studie kamen erst Ende vorigen Jahres heraus. Insgesamt verbuchten die Top-100-Investoren – die Studienmacher sprechen dabei vom „einflussreichsten Kapital der Welt“ – auf Jahressicht ein Plus von 11,3 Prozent.

### Großanleger lassen die Billionen-Dollar-Marke hinter sich

In der globalen Asset-Owner-Elite nimmt Norwegens Norges Bank Investment Management mit dem von ihr gesteuerten Government Pension Fund Global, dem sogenannten „Ölfonds“, den ersten Platz ein. Mit einem sagenhaften Vermögen von umgerechnet rund 1,7 Billionen Dollar liegt der norwegische Staatsfonds, lange Zeit war er nur Vize-Champion, nun vor dem bisherigen Langzeit-Spitzenreiter, dem japanischen Government Pension Investment Fund, der 1,6 Billionen Dollar hütet.

Chinas SAFE Investment Company schob sich auf den dritten Platz nach vorn. Mit seinen 1,4 Billionen Dollar verdrängte der Investitionszweig der staatlichen Devisenverwaltung (State Administration of Foreign Exchange, SAFE) die ebenfalls bärenstarke China Investment Corporation (CIC) – die von dem Staatsfonds gemanagten Vermögenswerte belaufen sich auf 1,3 Billionen Dollar. CIC operiert häufig gemeinsam mit westlichen Investmentgesellschaften. Dabei geht es neben Immobilien auch um Infrastruktur.





Ein anderes Ergebnis aus der Analyse des Thinking Ahead Institute macht deutlich, dass sich die Struktur der globalen Asset Owner verschiebt, weil einzelne Investorengruppen schneller wachsen als andere. Pension Funds beispielsweise verbuchten im Jahr 2024 ein Asset-Wachstum von lediglich 6,5 Prozent. Weil andere Marktteilnehmer mehr ablieferten, sank der Anteil der Pensionsfonds am Gesamtvermögen der Top-100 erstmals knapp unter die Marke von 50 Prozent. Staatsfonds hingegen wuchsen überdurchschnittlich stark um 16,7 Prozent. Sie machen inzwischen 40,8 Prozent der gesamten Assets der 100 Investoren aus. Damit spielen sie eine wachsende Rolle in vielen Bereichen. Das betrifft neben den klassischen Kapitalmärkten etwa das Geschäft mit Infrastruktur-Investments. Ihr Einfluss erstreckt sich mehr und mehr auch auf geopolitische Transformationsprozesse, analysieren die Fachleute vom Thinking Ahead Institute.

Ein durchschnittlicher Staatsfonds verfügt übrigens inzwischen über ein Vermögen von 543 Milliarden Dollar und liegt damit weit über dem Gesamtdurchschnitt von 293 Milliarden Dollar. Nikolaus Schmidt-Narischkin, Vorsitzender der Geschäftsführung der Willis Towers Watson Investments GmbH, merkt an, dass die Studienergebnisse eine Branche im tiefgreifenden Wandel zeigten. „Die größten Asset Owner weltweit gewinnen weiter an Einfluss und mit ihnen wachsen die Anforderungen an Governance, Transparenz und langfristiges Risikomanagement.“

### **Bedeutung institutioneller Cluster nimmt zu**

Seit Jahren gibt es nun schon die AO-100-Studie. Neuerdings fassen deren Macher die herausragenden Investoren einzelner Regionen zu Clustern zusammen. Diese setzten zunehmend die Standards in Sachen Governance, Nachhaltigkeit und langfristiger Kapitalallokation. Das betrifft einerseits große Pensionseinrichtungen in den USA, die das Thinking Ahead Institute als „American Public Funds 7“ bündelt. Zusammen verwalteten sie am Jahresende 2024 Kapitalanlagen von 2,8 Billionen Dollar. In Kanada werden die führenden Großanleger als „Maple 8“ mit 1,7 Billionen Dollar gruppiert. Aus Europa kommen die „Euro 9“, die 3,5 Billionen Dollar vereinen, allen voran Norges Bank Investment Management.

Neben diesen drei Clustern weisen die Forscher auf stark wachsende Fondsgruppen aus dem Golfraum („Gulf 5“, 3,9 Billionen Dollar) und Australien („Australian Super 6“) hin. Letztere stemmen Assets von 700 Milliarden Dollar. Die Auswahl für jedes Cluster erfolgte anhand einer einfachen Abgrenzungsregel, die auf dem verwalteten Vermögen basiert.

Außerdem verbindet die Gruppen ein starker integrierter, holistischer Ansatz in der Portfoliosteuerung. Viele von ihnen setzten verstärkt auf den Total Portfolio Approach (TPA), heißt es. Hierbei werden Risiken, Allokationen und Verantwortlichkeiten übergreifend gesteuert. Das soll strategische Entscheidungen auf Ebene des

Gesamtportfolios erleichtern. Ende vorigen Jahres hatte das legendäre California Public Employees' Retirement System (Calpers) angekündigt, dass der Total Portfolio Approach dort ab dem 1. Juli 2026 das SAA-Modell ersetzen wird – eine wegweisende Entscheidung der größten öffentlichen Rentenversicherung für Leistungszusagen in den USA, die Vorbildcharakter hat. „Die größten Asset Owner agieren heute in hochkomplexen Märkten, die sich durch geopolitische Unsicherheiten, veränderte Realzinsstrukturen und neue systemische Risiken auszeichnen“, erklärt Schmidt-Narischkin von WTW. „Ein integrierter Steuerungsansatz wie der Total Portfolio Approach gewinnt deshalb massiv an Bedeutung. Er fördert Transparenz, stärkt Resilienz und verbessert die Fähigkeit, langfristige Wertschöpfung sicherzustellen.“

Wie genau die mächtigsten institutionellen Investoren vorgehen, lässt sich am Beispiel von CPP Investments nachverfolgen, hinter dem der mächtige Canada Pension Plan (CPP) steckt. Zum 30. September 2025 belief sich das Gesamtvolumen von Kanadas größtem Asset Owner, der schon mehrfach für seine Transparenz ausgezeichnet wurde, auf umgerechnet 560 Milliarden Dollar. Vor kurzem erreichte CPP Investments in der „Global Pension Transparency Benchmark 2025“ von Top1000funds.com und CEM Benchmarking den zweiten Platz unter 75 Pensionsfonds weltweit. Auf Platz eins landete – und das bereits zum dritten Mal in Folge – der Government Pension Fund Global aus Norwegen.

Doch was heißt „Transparenz“ nun für CPP Investments? Um diese Frage zu beantworten, reicht ein Blick auf die Auflistung der „Investment-Highlights“ der Kanadier zum Ende eines jeden Quartals. Dort erfährt man übersichtlich und vor allem aktuell, mit welchen Partnern die Kanadier das Geld ihrer rund 22 Millionen Versicherten mehren – etwas, das man bei deutschen Großanlegern leider nicht einmal ansatzweise in dieser Qualität findet. Beispielsweise haben sie daheim in Toronto im zweiten Quartal, das am 30. September 2025 zu Ende gegangen ist, elf Co-Investments mit externen Fondsmanagern getätigt. Dabei sind allein rund 875 Millionen Dollar in makroorientierte Strategien sowie in Aktien im Bereich Kommunikations-Services geflossen. Daneben listen die Nordamerikaner 13 Investments und Kapitalzusagen nur für Private Equity auf, darunter ein Commitment von 150 Millionen Dollar an den Fonds Great Hill Equity Partners IX. Das Geld fließt in Buyouts im Mittelstand Nordamerikas. Ferner ging eine Kapitalzusage über 750 Millionen Dollar an den KKR Global Infrastructure Investors V. Die Manager des Fonds allokieren Infrastrukturanlagen in Nord- und Südamerika sowie in Westeuropa. Auch das hat Vorbildcharakter.

Bei den Kapitalanlagen von CPP Investments geht es natürlich nicht darum, steinreich zu werden, sondern das Geld der Bezugsberechtigten über Jahrzehnte hinweg zu vermehren. Wer das schafft und das auch noch mit einem Höchstmaß an Transparenz verknüpft, vor dem kann man nur den Hut ziehen.

## *Sustainable Finance im Schatten globaler Verteilungskämpfe*



*Gastbeitrag von Prof. Dr. Henry Schäfer, Universität Stuttgart.*

**Klimapolitik ist ein Spielball nationaler und globaler Verteilungsinteressen. Dem kann sich die grüne Transformation nur bedingt entziehen. Mit Blick auf die steigenden Klimafolgeschäden ist die zentrale Frage, wie ein Umsteuern vom bisherigen klima-**

**politischen Kurs realistischerweise möglich ist. Erst wenn diese politische Aufgabe bewerkstelligt ist, kann der Finanzsektor seine passende Rolle finden.**

Die Eroberungen und nachfolgenden Ausbeutungen der Kulturen Mittel- und Südamerikas durch die spanischen Konquistadoren im 15. bis 16. Jahrhundert dezimierte nach vorsichtigen Schätzungen eines Forschungsteams des University College London aus dem Jahr 2019 bis zu 90% der Bevölkerung durch Kriege, Versklavungen, Krankheiten und Seuchen. Als eine Folge davon brach der größte Teil der Landwirtschaft zusammen. Auf den unbewirtschafteten Flächen von der Größe Frankreichs setzten die Naturkräfte eine Wiederaufforstung in Gang, in deren Folge es zu einer umfangreichen Kohlendioxidspeicherung kam. Nach der Studie der Londoner Wissenschaftler war dieser Vorgang mitverantwortlich für den Rückgang der damaligen Welttemperatur um durchschnittlich 0,15 Grad Celsius und bedeutete einen Schub für die globale „kleine Eiszeit“ ab dem 16. Jahrhundert. Dieser anthropogen verursachte Klimaeffekt verhielt sich entgegengesetzt zum heutigen, aber damals wie heute ähnelt sich die wesentliche Ursache: die massive Umverteilung von Vermögen.

Waren es in der post-kolumbianischen Zeit die gewaltsamen Aneignungen von Gold- und Silberschätzen der indigenen Bevölkerung durch die europäischen Konquistadoren und im Gefolge davon die Genozid-artigen „Kollateralschäden“ an Inkas, Azteken und anderen, so sind es heute die Schäden verursacht durch die „Treibhausgas-Konquistadoren“ der Neuzeit.

Klimapolitik ist bis heute auf vielfältige Weise ein Spielball nationaler und globaler Verteilungsinteressen, die lange Zeit nicht auf offener Bühne ausgetragen wurden, sondern im Dunkel von Schattenwirtschaften, in Hinterzimmern imperialer Machtpolitiker, mittels Korruptionsgeflechten aus Wirtschaft, Politik und informellem Sektor und im außerparlamentarischen Raum durch Nicht-regierungsorganisationen. Möglicherweise werden in naher Zukunft solche Verteilungskämpfe vermehrt offen, unter Umständen auch militärisch ausgetragen, wie der offensichtlich durch US-Ölinteressen begründende Einfall der USA in Venezuela zum Jahresbeginn befürchten lässt. Die grüne Transformation kann sich geopolitischen Prozessen nicht entziehen und wird unter anderem Kompromisse eingehen müssen. Ohne sie fehlen der Transformation die kritischen Rohstoffe (zum Beispiel Seltene Erden), werden geopolitische Abhängigkeiten unvermeidlich, drohen Rückschläge und Rationierungen durch das Vordringen von nicht auf Sozial- und Umweltstandards achtenden Konkurrenten oder wird eigenes Anspruchsdenken zum Stolperstein. Die USA unter der Trump-Administration bekennen sich gar offen zur Abkehr von einer grünen Transformation, auch weil sie den nationalen Wohlstand mit anhaltender Öl- und Gasförderung aufrechterhalten wollen. All dies verhagelt die Nachhaltigkeitsbilanz grüner Transformationen. Gerade die EU und einige ihrer

klimapolitisch ambitionierten Mitgliedstaaten machen hier seit einiger Zeit einen harten und ernüchternden Lernprozess mit, der ihnen die begrenzten Wirkungsmöglichkeiten von Programmen wie dem Green Deal oder dem Aktionsplan „Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ in einer Welt um sie herum aufzeigt, die zu großen Teilen nicht den Nachhaltigkeitszielen und -vorstellungen einer EU folgt, obwohl diese sich immer noch mit ihrer Klima- und Nachhaltigkeitspolitik dem Rest der Welt als Vorbild empfiehlt. Immer mehr verklärt sich diese Ambition zu reinem Wunschdenken. Vorwürfe von Emerging Countries und Entwicklungsländern, die EU-Klimapolitik sei verkapptes neokoloniales Gehabe, häufen sich und die aktuellen geopolitischen Verwerfungen zwischen den Industriestaaten zeugen von konträren Politiklinien gerade zwischen Europa und den USA aber auch zwischen Europa und dem „Globalen Süden“.

### **Klimapolitik ist nicht die Aufgabe des Regulators**

Akzeptiert man die Bedeutung von Verteilungsfragen, die daraus entstehenden Konflikte und Behinderungen für die Lösung des globalen Klimaproblems, so erscheint die Rolle von Finanzmärkten und Finanzinstituten in einem neuen Licht. Wirtschaftswissenschaftlich betrachtet sind sie für die Lösung von verteilungspolitischen Fragen und Aufgaben fehladressiert, denn Finanzmärkte erfüllen eine Allokationsfunktion, sie vermögen Kapital nach dem Gebot der Knappheit von der Angebots- zur Nachfrageseite zu mobilisieren und Risiken auszubalancieren, eine Distributionsfunktion für politisch gewollte Umverteilungen ist nicht ihre Aufgabe. Dies bedeutet nicht, dass ihre Allokationen keine verteilungsmäßigen Spuren hinterlassen können. Sie entstehen jedoch ungesteuert und nicht als Teil einer regulierungspolitischen Handlungsvorgabe. Hier hat der Regulierer auch seine eigentliche Aufgabe: Regeln zu schaffen und Aufsichten zu praktizieren, die die Stabilität des Finanzsystems gewährleisten – Klimapolitik ist nicht seine Aufgabe. Eben diese Erfahrungen machen seit einiger Zeit all jene Befürworter einer durch grüne Regulatorik erzwungenen Indienstnahme des Finanz- und Versicherungsektors, mit dem ein positiver Impact auf Umwelt- und Sozialfeldern, insbesondere zum Wohle des Pariser Klimaschutzziels erreicht werden soll. Aufsichtsorgane wie insbesondere die EBA und die Bundesbank hinken dieser Erkenntnis hinterher und ihre diesbezüglichen Lernvermögen erscheinen träge.

Die Ambitionen gesellschaftlich ausgerichteter Investoren mit „gutem Geld, Gutes für die Welt“ zu tun, stehen aufgrund der Erfahrungen der vergangenen Jahre seit der Ingangsetzung des EU-Aktionsplans im Jahr 2018 und mit dem dramatischen Anstieg der Welttemperatur sowie der daraus immer heftigeren Extremwetterereignisse mit wachsenden Vermögensschäden vor ernüchternden Ergebnissen. Sustainable Finance hat all das nicht aufhalten können, weil der ordnungspolitische Ansatz größtenteils auf falschen Annahmen sowie überzogenen Hoffnungen beruht

und auch weil verteilungspolitische Problem ungelöst bleiben. Einige Beispiele dienen der Illustration:

So besteht für Immobilienbesitzer und -käufer die Gefahr, dass sie aufgrund von Taxonomievorgaben in der Kreditvergabe von Finanzinstituten entweder ganz rationiert werden, höhere Sicherheiten leisten müssen oder/und höhere Kreditzinsen durch Risikoaufschläge zu zahlen haben, wenn ihre Immobilie nicht die höchsten Energieeffizienzgrade aufweist. Hindernisse in der Finanzierung des Bestandes und des Neuerwerbs von Immobilien haben verteilungspolitische Folgen, ist doch Wohneigentum ein wichtiger Baustein im Vermögensaufbau und ein zentrales Aufstiegsversprechen für die Mittelschicht. Grüne Transformationen werden dort trotz durchaus hoher Akzeptanz von Immobilieneignern im Grundsätzlichen aufgrund der finanziellen Belastung aber immer mehr als Verteilungsbelastungen wahrgenommen.

Anleger, die sich Anlageformen mit Nachhaltigkeitsversprechen zugewendet haben, erlitten über die vergangenen Jahre zum Teil finanzielle Einbußen und unter Umständen Vermögensverluste, was sich anhand von Marktindizes aufzeigen lässt. So wies der MSCI World ESG Leaders Index zwischen Januar 2022 und Oktober 2024 eine negative Gesamttrendite in Höhe von gut zwei Prozent auf, der konventionelle MSCI World Index legte dagegen in dieser Zeit um fast neun Prozent zu. Anleger konnten auch bei grünen Themenfonds Performance-Rückgängen ausgesetzt sein. Beispielsweise verloren Clean-Energy-Fonds zwischen 2021 und 2023 im Durchschnitt 45 Prozent an Wert, wohingegen der konventionelle Aktienmarkt weitgehend stabil blieb. Berücksichtigt man noch eine bei grünen Investments in Europa gegenüber konventionellen Fonds durchschnittlich um drei Promille höhere Gesamtkostenquote, erhöht dies die ungünstigen Verteilungsfolgen für das Vermögen grüner Anleger.

### **„Distributive Machtlosigkeit“ der Kapitalmärkte**

Kommen wir zur globalen Bühne. Gerade Hauptlieferländer für das Treibhausgas verantwortliche Erdöl und Erdgas, wie die Opec-Staaten und Russland, operieren über Staatsfonds und regierungsgesteuerte Unternehmen, und damit mit einer Kapitalbasis, die außerhalb offizieller Kapitalmärkte liegt. Und selbst der Börsengang des saudi-arabischen Staatsunternehmens Aramco vor einigen Jahren rief alles andere als klimafreundliche Reaktionen hervor: Der IPO erfreute sich unter internationalen Investoren einer regen Nachfrage – aus Anlegersicht durchaus verständlich, schließlich hatten doch die globalen Multis des Öl- und Gasgeschäfts wie Exxon oder Shell in den zurückliegenden Jahren erhebliche Gewinnzuwächse zu verzeichnen. Im für die Bändigung des Temperaturanstiegs durch den Treibhausgasausstoß so wichtigen Bereich der fossilen Energie treten die Interessengegensätze in der globalen Klimapolitik besonders deutlich zu Tage – und im Gefolge davon die „distributive Machtlosigkeit“ der Kapitalmärkte.



Positive Nachhaltigkeitswirkungen durch Finanztransaktionen investorenseitig erzielen oder politisch lenken zu wollen erfordert unter anderem, dass sich die dafür relevanten Kapitalströme auf offiziellen Finanzmärkten bewegen. Wie die Ausführungen andeuteten, muss gerade in Emerging Countries damit gerechnet werden, dass sich kontroverse und nicht-nachhaltige Aktivitäten, die es zum Positiven zu steuern gälte, in der Schattenwirtschaft abspielen und sich dem Zugriff der offiziellen Kapitalmärkte entziehen. Etliche Aktivitäten im Bergbau unterliegen dieser Einschränkung, oft auch interagierend mit hoher staatlicher Korruption und nicht selten in sogenannte Failed States, von funktionsunfähigen Finanzmärkten gar nicht erst zu sprechen. Dabei handelt es sich wiederum um verteilungspolitische Folgen für Gewinner und Verlierer der Klimapolitik. Auf Nachhaltigkeit ausgerichtete privates Kapital vermag hier so gut wie nichts auszurichten.

### Konträre „grüne“ Finanzregulatorik

Für Unternehmen als die primären Adressaten staatlicher Klimapolitik und grüner Kapitalallokatoren werden die global immer weiter auseinanderklaffenden regulatorischen Anforderungen zu einer anschwellenden geschäftspolitischen Herausforderung. So hat die aus der sogenannten MAGA-Bewegung resultierende wirtschaftspolitische Priorisierung der heimischen Öl- und Gasindustrie und der amerikanischen Wirtschaft generell in den USA unter der Trump-Administration unter anderem zum Ziel, wieder einen höheren Anteil an der Weltproduktion fossiler Energiequellen zu erringen. Der Ausstieg aus dem Klimaschutzabkommen 2015 in Paris, die Stigmatisierung grüner Geldanlagepolitiken als „Woke“ bis hin zu Verboten für ESG-Investments von Pensions-einrichtungen durch Gerichte in einigen US-Bundesstaaten sind für global agierende Unternehmen (und Investoren) nur die Spitze eines Eisbergs, der eine stark konträre Einstellung und Regulierung zu Klimaschutz- und Nachhaltigkeitszielen vor allem gegenüber denen der EU darstellt – und damit ein bipolares ESG-Regulierungsverhältnis für die Industriestaaten diesseits und jenseits des Atlantiks sowie die dort ansässigen Unternehmen schafft. Für Investoren und Kapitalmärkte gerade im EU-Raum erzeugt dies Irritationen und strukturelle Unsicherheiten, die auch die Unmöglichkeit offenbaren, dass der Finanzsektor solche geo- und verteilungspolitischen Fragen lösen kann (oder soll).

### Das Dilemma der EU

Die EU, die Regierungen ihrer Mitgliedsstaaten und ihre dort ansässigen Unternehmen befinden sich nach den Erfahrungen seit dem Pariser Klimaschutzabkommen und dem Aktionsplan „Finanzierung nachhaltiges Wachstum“ in einem Dilemma. Eine weitgehende Erreichung der Klimaschutz- und Nachhaltigkeitsziele der EU mittels einer priorisierten Indienstrategie des Finanz- und Versicherungssektors ist im Prinzip am fehlgeleiteten Distributionsauftrag des Finanzsektors durch die Politik zum Scheitern ver-

urteilt. Dabei ist es nicht nur der gordische Knoten der Sustainable Finance-Regulierung, der trotz der Omnibus-Initiativen der EU-Kommission am Problem einer global abgestimmten und damit erst wirksamen Klimapolitik kaum etwas zu ändern vermag. Dass die nach Berechnungen des Weltklimarats von den negativen Folgen des globalen Temperaturanstiegs am schwersten betroffenen Staaten wie auf COP 30 ins Räderwerk der klimapolitisch sie eher schädigenden Machtinteressen wirtschaftlich und politisch dominierender Staaten geraten, verdeutlicht, dass Klimapolitik erheblich und teilweise ausschließlich von Verteilungspolitik beherrscht wird.

Grüne Kapitalanlagen, grüne Regelwerke für den Finanz- und Versicherungssektor, aufsichtsrechtliche Klimmzüge zur Erreichung von positivem Klima-Impact in der EU und ihren Mitgliedstaaten haben immer weniger Chance, sich international durchzusetzen – wenn sie diese Chance denn aufgrund der erodierenden Bedeutung Europas und vor allem auch ihres Finanzsektors in der Welt überhaupt je hatten. Eine EU als „normative Macht“ zur Durchsetzung ihrer Werte-, respektive Nachhaltigkeitsvorstellungen auf der Weltbühne wurde und wird oft von vielen Staaten des globalen Südens als neokoloniales Gehabe argwöhnisch betrachtet und verpufft bei den Großmächten ohnehin. Argwohn besteht auch innerhalb der EU selbst, etwa bei vielen Unternehmen wie aus dem Automobilsektor, die durch die grüne Regulierung wachsende geschäftliche Einbußen erleiden.

### Internationale Kooperationen: quo vadis?

Unter diesen verteilungspolitisch getriebenen Umständen ist die Rolle und Bedeutung des Finanzsektors für die Rettung des Weltklimas fehladressiert. Die mittlerweile in Anbetracht sich verschärfender Klimafolgeschäden zentrale Frage ist, wie ein Umsteuern der Weltgemeinschaft vom bisherigen klimapolitischen Kurs unter Lösung des Verteilungsproblems realistischerweise möglich ist. Internationale Kooperationen hier neu zu denken, ist notwendig und scheint in Gang zu kommen, wie das aktuelle Positionspapier der DIHK zum Klimaschutz zeigt. Ob allerdings grundsätzlich eine solche, seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs weitgehend bewährte „Stärke des Rechts“ wie das internationale Abkommen zum Klimawandel (Paris Alignment) noch eine Chance haben werden, erscheint zunehmend fraglich, da sich die dramatisch verändernden Machtverhältnisse in der Welt zum „Recht des Stärkeren“ entwickeln. Der Finanzsektor wird in dieser Gemengelage seine passende Rolle noch finden müssen. Finanzmärkte, Investoren und Versicherer können unter den aktuellen geopolitischen Entwicklungen und vor allem wegen des gewandelten Machtauftritts der USA (Stichwort „Donroe Doktrin“) noch weniger denn je die Herausforderungen zur Bekämpfung des Klimawandels priorisiert schultern. Und globale politische Lösungen erfordern einen immer längeren Atem – den die Erderwärmung aber nicht zulässt.

# Investmentausblick 2026: Chancen über und unter dem Radar

**Erfolgreiches Investieren erfordert radarähnliche Fähigkeiten, um Chancen und Risiken aufzuspüren. Trotz eines schwer kalkulierbaren Mix aus politischer Unsicherheit, geopolitischen Spannungen und eines ungewissen Wachstums-, Inflations- und Zinsausblicks bieten sich mit Blick auf 2026 interessante Anlage-möglichkeiten über und unter dem Radar: in etablierten Trends, möglichen Wendepunkten einzelner Märkte und wenig beachteten Segmenten der globalen Märkte.**

Zum Jahreswechsel 2025/26 sehen sich Anleger mit einigen gegenläufigen Trends und Risiken konfrontiert. Wir gehen davon aus, dass sich die Weltwirtschaft im kommenden Jahr besser entwickeln wird als erwartet. Eine weltweit zunehmend expansive Fiskalpolitik dürfte das Wachstum stützen, könnte aber auch inflationär wirken. Hinzu kommen Risiken aus ungelösten geopolitischen Konflikten und unerwarteten Ereignissen, die nach den Überraschungen des Jahres 2025 nicht auszuschließen sind.

In diesem Umfeld haben wir fünf zentrale Investmentthemen für 2026 identifiziert:

## 1. Keine Wette gegen die USA

Trotz bereits hoher Bewertungen sehen wir bei US-Large-Caps noch Luft nach oben. Die Frage nach der Monetarisierung der enormen KI-Investitionen der Tech-Riesen bleibt unbeantwortet. Wir gehen jedoch davon aus, dass Anleger KI-Ausgaben weiterhin honorieren werden, und ein Ende des Investitionsbooms in den USA ist nicht in Sicht. Im Vergleich zu den USA mögen andere globale Aktienmärkte günstiger erscheinen – wir sehen jedoch keine Katalysatoren für einen Favoritenwechsel. Durch die relative Wachstumsstärke und Breite der US-Wirtschaft und die günstigen steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen in den USA dürften sich auch in anderen Bereichen der US-Märkte attraktive Möglichkeiten eröffnen, zum Beispiel bei Private Credit, privaten dinglich besicherten Finanzierungen und nicht börsennotierten Investment-Grade-Anleihen.

## 2. Alternative Credit und Private Equity als Kernallokationen

Klassische Fixed-Income-Anlagen bleiben attraktiv, aber das Durationsrisiko und die engeren Credit Spreads mahnen zur Vorsicht. Dagegen sind die privaten Märkte in vielen Portfolios immer noch unterrepräsentiert. Anlegern, die bereit sind, das höhere Liquiditätsrisiko dieser Anlageklassen zu akzeptieren, bieten diese potenziell höhere Renditen, regelmäßige Erträge und eine bessere Diversifikation. Chancen sehen wir insbesondere bei alternativen

Kreditinstrumenten wie Senior Loans, CLOs, börsennotierten und außerbörslichen verbrieften Vermögenswerten, Immobilien und Infrastrukturkrediten sowie Commercial Property Assessed Clean Energy (C-PACE) Finanzierungen. Im Private-Equity-Bereich bevorzugen wir zur Finanzierung Senior Capital gegenüber Junior Capital.

## 3. Rückenwind für Municipal Bonds

Unserer Einschätzung nach bieten die Municipal-Bond-Märkte weiterhin ein hohes relatives Wertpotenzial. Die Municipal-Zinskurve ist nach wie vor aufwärts gerichtet und bietet Anlegern, die ihre Duration verlängern wollen, attraktive Renditen. Wir sehen sowohl bei Investment-Grade- als auch High-Yield-Kommunalanleihen attraktive Anlagechancen.

## 4. Immobilien am Beginn einer Erholungsphase

Börsennotierte und außerbörsliche Immobilieninvestitionen bieten ein zunehmend vorteilhaftes Risiko-Ertrags-Profil. Die Preise haben sich in den letzten Quartalen über alle Immobiliertypen und Regionen hinweg gefestigt, gestützt durch solide Fundamentaldaten und eine wachsende Nachfrage. Steigende Mieteinnahmen haben zu einer besseren Performance geführt. In den nächsten Quartalen dürften auch die Kapitalwerte wieder steigen. Während der Bürosektor unter Druck bleibt, rücken medizinische Einrichtungen, Einzelhandelsimmobilien mit Lebensmittelanker und bezahlbarer Wohnraum in den Fokus.

## 5. Indirekte Profiteure des KI-Booms und der Energierevolution

Die ersten Gewinner des KI-Booms waren große Tech-Unternehmen und Betreiber von Rechenzentren. Obwohl wir in beiden Bereichen weiterhin Potenzial sehen, dürfte sich zunehmend auch ein Blick auf die indirekten und zukünftigen Profiteure dieser Entwicklungen lohnen – zum Beispiel Versorger, Energiespeicher- und Stromübertragungsinfrastruktur. Zudem schafft der KI-Boom direkt und indirekt Anlagechancen bei ausgewählten Asset-Backed Securities, Immobilien und Municipal Bonds, mit denen Infrastrukturinvestitionen finanziert werden.

Mehr Informationen und den vollständigen Ausblick finden Sie unter [www.nuveen.com/GIC-Outlook](http://www.nuveen.com/GIC-Outlook)

**nuveen**  
A TIAA Company

## Reformbedarf in der Altersvorsorge

Von Patrick Eisele

**Das Debakel im Berliner Zahnärzte-Versorgungswerk kompromittiert die kapitalgedeckte Altersvorsorge. Da auch aus anderen Einrichtungen Probleme bekannt sind, entsteht der Eindruck, dass in der deutschen Altersvorsorge Systemfehler vorliegen. Faros Consulting plädiert unter anderem für Verbesserungen bei Aufsicht und Risikomanagement sowie für mehr Fokus auf die SAA.**

Wer Kapital anlegt, muss mit Verlusten rechnen. Vor allem aber muss man die Verluste aushalten können – so wie die Bayerische Versorgungskammer (BVK) bei US-Immobilien. Allein auf Ebene der Zielfonds musste die BVK über zwei Jahre Wertberichtigungen von rund 163 Millionen Euro einräumen und von einem weiteren Verlustrisiko von bis zu 690 Millionen Euro ausgehen. In ähnlichen Dimensionen kam es beim Versorgungswerk der Zahnärztekammer in Berlin (VZB) zu Verlusten. Allerdings hat sich dabei das Vermögen der Zahnärzte mehr als halbiert. Dagegen konnte die BVK nach vorläufigen Zahlen für 2025 wie im Vorjahr eine Nettoverzinsung von rund 3,4 Prozent erreichen. Hochnotpeinlich sind die US-Investments für die BVK trotzdem, insbesondere weil in diese mit Michael Shvo ein verurteilter Steuerbetrüger involviert war. Shvo bekannte sich 2018 der schweren Steuerhinterziehung und der Fälschung von Geschäftsunterlagen schuldig. Die BVK kündigte darum ein Maßnahmenpaket an, um Investment-, Risikomanagement- und Compliance-Prozesse zu verbessern.

Kritisch für das Gesamtsystem der kapitalgedeckten Altersvorsorge in Deutschland ist, dass es sich hierbei nicht um bedauerliche Einzelfälle handelt. Schließlich erlitten in der jüngeren Vergangenheit unter anderen die Deutsche Steuerberater-Versicherung, die

Pensionskasse der Caritas oder die Kölner Pensionskasse Schiffbruch und mussten Sanierungsmaßnahmen einleiten und Leistungen kürzen, die Babcock Pensionskasse muss nun ebenfalls Leistungen kürzen und nicht nur in Berlin und München leiden berufsständische Versorgungswerke unter Problemen im Immobilienportfolio. Insbesondere das Berliner Kapitalanlage-Debakel klassifiziert Uwe Rieken als „Bärendienst für die kapitalgedeckte Altersvorsorge“. Zudem hegt der Gründer und Geschäftsführer von Faros Consulting auch die berechtigte „Sorge, dass diese Probleme strukturell sind und immer wieder aufpoppen“. Rieken sieht aber nicht nur individuelles Fehlverhalten. Vielmehr bestehe eine „Zweiteilung“ im Markt, bei der der andere Teil auch nicht optimal aufgestellt ist: „Viele Einrichtungen nehmen zu wenig Risiko.“ So oder so komme es zu Wohlstandsverlusten. Rieken Bestandsaufnahme: „Es bestehen strukturelle Defizite und es braucht Reformen. Ansonsten erodiert das Vertrauen in das Altersvorsorgesystem.“

### Komplexität und Kleinteiligkeit

Symptome der strukturellen Defizite lassen sich außer in den Rendite-Problemen in stagnierenden bAV-Durchdringungsquoten ausmachen, oder dass hierzulande gleich fünf bAV-Durchführungswege mit jeweils unterschiedlichen rechtlichen Regeln bestehen und dass eine Vielzahl der insgesamt 124 Pensionskassen geschlossen sind. Dies zeugt einmal von einer zu hohen Komplexität. „Welcher Arbeitgeber, der zu Recht verstehen möchte, wofür er sein Geld einsetzt, sollte denn eine bAV anbieten? Die Unternehmen sind doch eigentlich mit ihrem operativen Geschäft bereits genug ausgelastet“, kritisiert Gregor Asshoff, Faros-Aufsichtsrat und ehemaliger Vorstand der Soka-Bau.



Zum anderen stellt sich angesichts der Fragmentierung der Einrichtungen die Frage nach der Effizienz. Rieken: „Unter einem Anlagevolumen von einer Milliarde Euro fällt eine professionelle Bewirtschaftung schwer.“ Laut Bafin-Statistik weisen 46 Pensionskassen eine Bilanzsumme von weniger als 250 Millionen Euro auf. Nicht unberechtigt ist die Effizienz-Frage auch bei manchen der 91 berufsständischen Versorgungswerke. Bezüglich deren Aufsichten lässt sich die Frage nach der Effizienz meist klar mit „nein“ beantworten. Zuständig für die Aufsicht der „Berufsständler“ sind diverse Ministerien auf Landesebene. In Bayern ist das Innenministerium verantwortlich, in Schleswig-Holstein das Ministerium für Justiz und Gesundheit und in Hessen obliegt die Rechtsaufsicht dem Ministerium für Arbeit, Integration, Jugend und Soziales. In Berlin scheint angesichts des Desasters beim Zahnärzte-Versorgungswerk derzeit gar niemand verantwortlich sein zu wollen.

Auf ein Strukturproblem deuten auch die von der OECD ermittelten nominalen Renditen der Pensionsanbieter über zehn Jahre hin. Während es bis 2024 im Durchschnitt in Deutschland 3,1 Prozent waren, durften sich Dänen über 3,7, Amerikaner über 4,3, Norweger über 5,3 und Kanadier sogar über 6,2 Prozent freuen. Hinweise dazu, wie Strukturreformen aussehen können, findet man ebenfalls im Ausland: Das britische Finanzministerium veröffentlichte 2001 den sogenannten Myners-Report, der die Qualität und Professionalität der Investitionsentscheidungen von Pensionsfonds untersuchte und strukturelle Schwächen aufdeckte. Diese betrafen zum Beispiel eine Unterpriorisierung der Strategischen Asset-Allokation (SAA), die Expertise der Trustees oder eine zu geringe Risikobereitschaft. In Großbritannien stehen spätestens nun die Zeichen auf Konsolidierung. Die Regierung plant die Anzahl der „Pension Megafunds“ – Einrichtungen, die mindestens 25 Milliarden Pfund bewirtschaften – bis 2030 zu verdoppeln. Allein durch die Konsolidierung könnten laut Government Durchschnittsverdiener eine Aufstockung ihrer Rentenbezüge um 6.000 Pfund erzielen. Orientiert hat man sich bei der Reform an Kanada und Australien. In den Niederlanden stieß die damalige TMT-Bubble Reformen an, die sich ebenfalls in Konsolidierungen bemerkbar machten. Im Nachbarland legen laut Faros mittlerweile die fünf größten Pensionsfonds fast die Hälfte aller Pensions-Assets von knapp zwei Billionen Euro an. Der größte Fonds, ABP, kommt auf Assets von etwa 540 Milliarden Euro. In Deutschland erscheinen zwar echte Reformen, wo auch immer, unrealistisch. Allerdings geht auch hierzulande wie in den beiden Nachbarländern der Trend von DB zu DC und hin zu mehr Renditeorientierung. Eher realistisch scheinen Verbesserungen in den einzelnen Altersvorsorgeeinrichtungen. Hilfreiche Maßnahmen sieht Faros in einem größeren Fokus auf fachliche Qualifikation, ALM-Studien (Asset Liability Management) und einem besseren Risikomanagement.

Im Juli 2025 kündigte die Bafin an, die „Fit&Proper“-Leitlinien der Europäischen Aufsichtsbehörden zum Austausch von Informationen zur Bewertung von Eignung und Zuverlässigkeit, zu über-

nehmen. Darin gehe es um die Bewertung der Eignung und Zuverlässigkeit von Haltern qualifizierter Beteiligungen, Direktoren sowie Inhabern von Schlüsselfunktionen bei Finanzinstituten und Finanzmarktteilnehmern, so die Aufsichtsbehörde.

### Mängelliste umfasst SAA, ALM und Aufsicht

Die berufsständischen Versorgungswerke stehen aber nicht unter Aufsicht der Bafin. Diese erscheint jedoch auch nicht als überzeugende Lösung, wie die Probleme verschiedener Pensionskassen zeigen. „Die SAA wird unter Bafin-Aufsicht auch nicht besser“, ergänzt Rieken. Die Selbstverwaltung der Berufsständler macht es möglich, dass beispielsweise Zahnärzte Ferienhotels prüfen. Davon ausgehen kann man in der Regel nicht nur, dass hierfür die nötige Expertise fehlt, sondern auch, dass man den damit verbundenen Zeitaufwand besser der internen Aufsicht und beispielsweise der SAA widmet. Übrigens: Zumindest die neue Leitung des Berliner Versorgungswerks dürfte Fit und Proper sein: Kommissarisch nehmen dort nun Georg Geenen und Stefan Wernicke die Aufgaben der Direktion wahr. Geenen war lange Vorstand der VBL, Wernicke Senior Investment Manager bei der Berliner Volksbank.

Bezüglich einer höheren Bedeutung der SAA gibt Rieken zu bedenken, dass es bei dieser oft an der nötigen Grundlage mangelt: „Die SAA leitet sich aus der ALM-Studie ab, die viele Einrichtungen aber nicht machen. Somit bleibt unbekannt, wie viel Risiko man nehmen kann.“ Und selbst wenn es ALM-Studien gibt, ist deren Qualität mitunter mangelhaft, kritisiert Gregor Asshoff. Letzteres kann auch für das Risikomanagement gelten, gerade wenn dieses nicht auf die eigentlichen wirtschaftlichen Risiken achtet. 25 Prozent in Immobilien-Eigenkapital und im gleichen Maße in als Anleihen verpackten Immobilienfinanzierungen zu investieren, wird möglicherweise den Anforderungen der Anlageverordnung gerecht. „Rechtlich werden dann die Immobilienfinanzierungen wie Unternehmensanleihen betrachtet, wirtschaftlich sind es aber Immobilienrisiken. Um das wirtschaftliche Risiko richtig abzubilden, reicht es dann nicht, nur auf die regulatorische Hülle zu achten“, so Asshoff. Gelten müsse „substance over form“.

Verbesserungen braucht es also bei SAA, ALM, Risikomanagement und Aufsicht. Faros bringt zudem noch das OCIO-Modell ins Spiel, also den ausgelagerten Anlageexperten. Dieser Vorschlag überrascht nicht, weil Faros bereits für zehn Kunden mit insgesamt 3,4 Milliarden Euro als Fiduziar agiert. Für den OCIO sprechen aber der mit dem Modell verbundene Fokus auf die SAA, die insgesamt guten Erfahrungen in angelsächsischen Ländern, wo dieser Ansatz Usus ist, und die Probleme mancher deutschen Einrichtung mit den Grundlagen der Kapitalanlage. Kurzfristig sehen manche auch eine Lösung im Rechtsweg. Inwiefern sich die Probleme des VZB vor Gericht lösen lassen, verfolgt der Markt derzeit sehr interessiert. Unter der neuen Leitung will das Versorgungswerk Berater, Prüfer und Aufsicht auf Schadensersatz verklagen.

## Wie Zinsanleger die Kurve kriegen

Von Jochen Hägele

**Nach der Versteilerung der Euro-Zinskurve in 2025 rücken nun Strategien zur effizienten Nutzung des aktuellen Renditeumfelds in den Vordergrund. Statt Spreads werden Carry und Rolldown wichtiger und auch EM Bonds könnten stärker in den Fokus treten.**

Investoren müssen sich an geopolitische Unsicherheit als neue Normalität gewöhnen. Zuletzt katapultierte der Streit um Grönland mit neuen Zolldrohungen die Spannung auf ein neues Niveau. Doch wie es auch in diesem Streit weitergeht: Negative Schocks mit weitreichenden Auswirkungen auf Aktien und Anleihen scheinen mit dieser US-Führung jederzeit möglich. Mittelfristig versuchen Anleger ihre Zinsstrategie auf die neuen Realitäten einzustellen. Ohnehin sind viele Investoren schon seit einiger Zeit tendenziell zurückhaltender bei Credit-Risiken und der Internationale Währungsfonds (IWF) warnte bereits vor Monaten vor den strapazierten Bewertungen bei Unternehmensanleihen und an den privaten Kreditmärkten. Die Hoffnung der Anleger auf weiter sinkende Credit-Spreads weicht der Sorge, dass sich die Risikoprämien auch einmal in die andere Richtung entwickeln könnten. Dabei bleibt Fixed Income bei den meisten Investoren der Fokus ihrer Strategischen Asset-Allokation (SAA): Anleger im Euroraum bauten seit der Zinswende 2022 vor allem Bestände in Euro-Unternehmensanleihen aus und vergrößern ihren Direktbestand vielfach noch immer weiter. Dabei profitieren sie vom Euro-Renditeniveau, das für langfristig orientierte Anleger weit über dem Rechnungszins liegt. 2025 hat sich die Zinskurve deutlich weiter versteilert: Dazu trugen die Zinssenkungen der EZB auf aktuell zwei Prozent bei, aber auch der Anstieg der Bund-Renditen auf zuletzt 2,83 Prozent für zehn Jahre und 3,44 Prozent bei 30 Jahren.

2026 bringen die großen Eurostaaten Rekordsummen auf den Markt. Allein die deutsche Finanzagentur plant für dieses Jahr Emissionen von 494 Milliarden Euro, und dies bei Tilgungen von nur 309 Milliarden Euro. 2025 betrugen die Bund-Emissionen noch 367 Milliarden Euro, bei Tilgungen von 299 Milliarden Euro. Trotzdem greifen die Anleger bei neuen Euro-Emissionen weiter kräftig zu. So verbuchte Frankreichs Finanzagentur trotz rasanter Defizitentwicklung für eine Neuemission 20-jähriger OATs im Volumen von zehn Milliarden Euro kürzlich Kaufaufträge über mehr als 100 Milliarden Euro. Überzeichnungen mit dem Faktor zehn und mehr waren bei den jüngsten staatlichen Euro-Neuemissionen die Regel. „Eine kursbelastende Wirkung durch die rekordhohe Beanspruchung des Primärmarkts für Euro-Staatstitel im laufenden Jahr ist nicht vom Tisch“, sagt LBBW-Experte Elmar Völker: „Die sehr robuste Anlegernachfrage nimmt der Emissionswelle aber einen Teil ihres Schreckens.“ Kaum Bewegung erwarten Experten am kurzen Ende: Die EZB dürfte die Leitzinsen in diesem Jahr auf dem aktuellen Niveau von zwei Prozent halten, erste mögliche Zinserhöhungen erwarten die Terminmärkte gegen Ende 2026.

### Rolldown auf Euro-Zinskurve

Das hat Folgen für die Anleihenstrategie: „Nach der spürbaren Versteilerung der Zinskurven rücken Strategien zur effizienten Nutzung des aktuellen Renditeumfelds in den Vordergrund“, erklärt John Petersen, Portfoliomanager bei Eyb & Wallwitz. Sorgen die steigenden Langfristrenditen 2025 in der Eurozone noch für Gegenwind bei der Performance, so könnte dieses Jahr einen attraktiven Rolldown bringen, während Anleihen sich der Fälligkeit nähern. „Gerade im mittleren Laufzeitensegment können Anleger

davon profitieren“, sagt Ercan Demircan, Portfoliomanager bei Bantleon. Die gestiegene Laufzeitprämie sieht man bei Bantleon als gutes Argument für das Eingehen von Laufzeitrissen. Zu stark sollten Anleger aber nicht auf Duration setzen, denn ein weiterer Anstieg am langen Ende auf rund drei Prozent ist nicht ausgeschlossen. Bewegung könnte es auch zwischen den Euro-Staaten geben. In Frankreich stehen 2026 zwar nur Kommunalwahlen Mitte März auf der Agenda, die Präsidentschaftswahlen folgen erst 2027. Doch die politische Situation bleibt mit der niedrigen Zustimmung für Präsident Emmanuel Macron anfällig.

## Hoch bewertete Unternehmens-Bonds

Bei Unternehmensanleihen gehen die Meinungen auseinander: „Unternehmensanleihen profitieren von hohen laufenden Erträgen, verbesserter Kreditqualität und einem robusten globalen Konjunkturmilieu“, sagt Bantleon-Portfoliomanager Ercan Demircan. Trotz enger Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen seien sie im Vergleich zum Swap-Markt noch attraktiv bewertet. Konstruktiv ist auch Steven Oh, Co-Leiter Leveraged Finance bei Pinebridge, für Unternehmensanleihen. Er glaubt zudem nicht, dass die jüngsten vereinzelter Insolvenzen auf den Banken- und Kreditmärkten auf ein systemisches Problem hindeuten. „Wir halten eine Explosion des Kreditzyklus für höchst unwahrscheinlich, sofern es nicht zu einem größeren wirtschaftlichen Abschwung kommt.“

Dagegen sagt Charudatta Shende, Fixed-Income-Strategie bei Candriam: „Die Zinsprämien signalisieren klar, dass Unternehmensanleihen nicht günstig sind.“ Inzwischen zahlen einige Konzerne für ihre Emissionen Zinsen, die auf oder sogar unter dem Renditeniveau der Staatsanleihen ihrer jeweiligen Heimatstaaten liegen. Als Beispiele nennt Shende Microsoft und US-Treasuries oder den Pariser Pharmahersteller Sanofi, dessen Anleihen teils sogar unter französischen Staatsanleihen rentieren. Die historisch geringen Spreads und hohe Mittelzuflüsse hält er für Warnsignale. Angesichts der komprimierten Zinsprämien seien Unternehmensanleihen im Fall externer Schocks grundsätzlich anfälliger, so Shende. Und noch eines bereitet ihm Sorgen: Viele Emittenten bewegen sich auf die sogenannte „Maturity Wall“ zu. Sie hatten zwar die Niedrigzinsphase genutzt, um sich langfristig günstig zu refinanzieren. Diese Anleihen müssen sie in den kommenden Jahren aber bei deutlich höheren Marktzinsen refinanzieren. Ab 2026 steigt der Refinanzierungsbedarf deutlich – die Refinanzierungswelle dürfte für viele Firmen teuer werden. Bereits für dieses Jahr geht Shende davon aus, dass die gegenwärtig noch geringe Zahl an Downgrades aus dem Investment-Grade- in den High-Yield-Bereich – die sogenannten „Fallen Angels“ – zunehmen wird, während immer weniger „Rising Stars“ den Sprung in das konservativere Investment-Grade-Segment schaffen. Mehrere große US-Schuldner wie Boeing mit 60 Milliarden Dollar oder Ford mit 80 Milliarden Dollar an ausstehenden Anleihen liegen mit BBB-Rating gerade noch im Investment-Grade-Bereich und nur eine Stufe über High Yield.

„Spielraum nach unten sehen wir kaum noch“, heißt es auch bei der LBBW zu den Risikoprämien. Für 2026 erwarten die LBBW-Experten eine leichte Ausweitung. Setzt die US-Regierung Zollandrohungen um, könnte der Rückschlag weit größer ausfallen, glaubt Edgar Walk, Chefvolkswirt Metzler Asset Management: Betroffen seien von potenziellen Zusatzzöllen die ohnehin angeschlagenen Branchen Automobilindustrie und Maschinenbau. „Es besteht das Risiko von Unternehmensinsolvenzen und Ketteneffekten bei Zulieferern.“ Die meisten Experten setzen aber auf ein Basisszenario ohne weitere Eskalation. Und da glaubt Eyb & Wallwitz-Portfoliomanager John Petersen: „Das laufende Jahr dürfte vor allem ein Carry- und – dank der steilen Zinskurven – auch ein Roll-down-Jahr werden.“ Dazu trete die Selektion stärker in den Fokus.

## KI-Emissionswelle

Noch ein Trend dürfte die Credit-Märkte dieses Jahr in Atem halten: Die Emissionen der KI-Konzerne. Während die großen Tech-Werte ihre Investitionen lange aus dem internen Cashflow finanzierten, wenden sie sich zunehmend an den Kapitalmarkt. In den vergangenen Monaten brachten KI-Emittenten mehrere große Anleihetransaktionen, so etwa Meta mit einer Emission von 30 Milliarden Dollar in sechs Tranchen. KI-bezogene Emissionen machten nach Angaben von Christian Hantel, Leiter Global Corporate Bonds bei Vontobel Fixed Income, im Jahr 2025 etwa 30 Prozent der gesamten US-Dollar-Nettoemissionen an Investment-Grade-Anleihen aus. Der Trend setzt sich fort: 2026 dürften Unternehmensanleihen im Volumen von rund 300 Milliarden Dollar mit Bezug zu KI oder Rechenzentren folgen, die sich in den nächsten fünf Jahren auf etwa 1,5 Billionen summieren. „Damit würde das KI-bezogene Segment 15 bis 20 Prozent der meisten Unternehmensanleihen-Indizes repräsentieren“, so Hantel. Robert Ostrowski, CIO bei Federated Hermes, berichtet bereits von leichten Ausweitungen der historisch niedrigen Risikoaufschläge bei US-Unternehmensanleihen. Er warnt vor zu viel Optimismus. Wesentlich bleibe, Zinskurve und Durationsrisiken sorgfältig zu steuern und Wertpotenziale in einem Finanzmarkt zu identifizieren, der in vielen Bereichen nahezu für Perfektion gepreist ist. Auf einen weiteren Aspekt verweist Steven Oh von Pinebridge: Aufgrund der Konzentration der KI-Investitionen sieht er ein zunehmendes Korrelationsrisiko bei Aktien und Corporate Bonds. „Wir gehen davon aus, dass dieses Thema an Bedeutung gewinnen wird, da Technologie einen immer größeren Teil des US-IG-Index ausmacht“, sagt er.

Ein Segment, in dem Anlageexperten weiter Chancen sehen, sind die Schwellenländer. So sagt Reinhard Pfungsten, Anlagechef der Apo-Asset: „Während wir Unternehmensanleihen aufgrund enger Spreads und hohem Finanzierungsbedarf neutral bewerten, sind wir in Schwellenländeranleihen übergewichtet: Sie profitieren von sinkenden Zinsen, einem schwächeren US-Dollar und hohen laufenden Renditen.“ Tatsächlich performten Hartwährungs-EM-Bonds bereits 2025 deutlich besser als Unternehmensanleihen.







## Passive Investing

# Aktive Überzeugungen auf passivem Fundament

Indexnahe Strategien, die die Charakteristiken einer Benchmark replizieren, sind für institutionelle Investoren von zunehmender Bedeutung. Weil nur eine geringe Anzahl aktiver Fondsmanager nachhaltig ihre Benchmark schlägt, gerät aktives Asset Management ins Hintertreffen. Das gilt vor allem für die tiefen und liquiden Märkte, die von einer Vielzahl von Analysten begleitet werden. Bei einem Roundtable-Gespräch diskutierten Stefan Nellshen, Denis Friess und Frank Stefes über die Thematik, die sich bis in das Feld der Absicherungsstrategien erstreckt.

Das Investieren in „passiv“ verwaltete, kapitalgewichtete und kostengünstige Fonds liegt im Trend. Seit 2024 werden in US-amerikanischen Aktienfonds erstmals mehr Assets passiv verwaltet statt aktiv gemanagt. Als Folge dieser Entwicklung verlaufen Kursbewegungen voneinander unabhängiger Unternehmen an den Märkten stärker synchronisiert. Die Korrelationen zwischen Aktien nehmen zu, weil Kapitalflüsse zu pauschalen Marktaufträgen führen, bei denen alle Aktien gekauft oder verkauft werden. Das wiederum schwächt die Diversifikation, auf die es in der Kapitalanlage so sehr ankommt. Gezeigt hat das der US-amerikanische Professor Campbell R. Harvey im vergangenen Jahr in seiner Untersuchung „Passive Aggressive: The Risks of Passive Investing Dominance“. Vor diesem Hintergrund und in Anbetracht des wachsenden Interesses institutioneller Investoren an Indexstrategien und passiven Investmentmandaten hat die Redaktion von portfolio institutionell ein Roundtable-Gespräch veranstaltet, um bei Fachleuten nachzufragen, wie sie die Entwicklung einschätzen.

Als Vertreter der Investorenseite nahm Dr. Stefan Nellshen am Roundtable teil. Der promovierte Mathematiker ist Vorstandsvorsitzender der Bayer-Pensionskasse und der Rheinischen Pensionskasse sowie Leiter Asset Management/Pensions der Bayer AG in Leverkusen. Außerdem engagiert sich der Pensions- und Investmentprofi als stellvertretender Leiter des Fachausschusses Kapitalanlage und Regulatorik bei der Arbeitsgemeinschaft betriebliche Altersversorgung e.V. (ABA) – und auch als Co-Autor von Fachbüchern ist Stefan Nellshen mehrfach in Erscheinung getreten.

Die weiteren Gäste des von portfolio-institutionell-Redakteur Tobias Bürger moderierten Gesprächs waren Denis Friess, Leiter Institutionelles Fondsmanagement bei der Deka, und Frank Stefes, der hierzulande die Niederlassung und das institutionelle Geschäft von State Street Investment Management lenkt. Veranstaltungsort für das Acht-Augen-Gespräch war die Versicherungshochburg Köln. Aber auch der nicht weit von ihr entfernte Chemiestandort

Leverkusen verfügt über Versicherungsexpertise: Die dort ansässige Bayer-Pensionskasse wurde bereits im Jahr 1897 gegründet.

## Großanleger investieren strategisch in indexnahe Strategien

Passiv verwaltete Aktienstrategien haben sich in den vergangenen Jahren als fester Bestandteil in den Portfolios deutscher Großanleger etabliert. Vor diesem Hintergrund berichtete Deka-Experte Denis Friess zum Auftakt des Gesprächs, dass nicht nur die Nachfrage nach passiven Strategien im institutionellen Geschäft gestiegen sei, auch die Tickets, die die Großanleger aufrufen, hätten über die Jahre hinweg an Größe deutlich zugelegt. Danach gefragt, wie er die zunehmende Verbreitung indexnaher Strategien einschätzt, antwortete der Spezialist für Asset Management, Master-KVG und alternative Investments so: „Wir beobachten diese Bewegung sehr genau. Weil sie uns einerseits beim Investieren hilft und andererseits beim Anbieten von Lösungen für institutionelle Investoren ein wichtiger Baustein ist.“ Zugleich machte er deutlich, dass die Zielgruppe von Deka Institutionell Risiken sehr bewusst und gezielt adressiert, gerade mit Blick auf die Downside. Institutionelle Investoren, für die Downside-Risiken eine hohe Bedeutung haben, implementieren häufig auch Sicherungssysteme, wie Denis Friess anmerkte.

Angesprochen auf Professor Harvey und seine Analysen, wonach Aktienkurse aufgrund der Strömungen hin zu passiven Investments zunehmend synchron verlaufen, erklärte Stefan Nellshen, er gehe nicht davon aus, „dass wir in eine Situation kommen, in der alle Marktteilnehmer nur noch passiv investieren“. Der Chef der Bayer-PK begründete seine Einschätzung folgendermaßen: „Das ist meines Erachtens aus einem ganz einfachen Grund extrem unwahrscheinlich: In den Unternehmen gibt es immer wieder plötzlich eintretende signifikante und einschneidende Ereignisse, die für die zukünftigen Gewinne und Cashflows des jeweiligen Unternehmens von ganz erheblicher Relevanz sind; mal gibt es

gute Nachrichten und auch mal Rückschläge. Wenn beispielsweise einem Unternehmen ein einschneidendes positives Ereignis widerfährt und einem anderen ein einschneidendes negatives, dann muss sich der Wert des ersten Unternehmens unter rein fundamentalen Gesichtspunkten erhöhen und der des zweiten verringern, zunächst unabhängig vom Markt. Je nach Ausmaß dieser Ereignisse ist es eine Frage der Zeit, bis erste Anleger Bewertungsniveaus, die schlicht nicht mehr zu der neuen Faktenlage der Unternehmen passen, für sich selbst zu nutzen versuchen, indem sie beispielsweise mittlerweile fundamental deutlich zu hoch bewertete Unternehmen versuchen zu verkaufen und fundamental unterbewertete kaufen.“ Stefan Nellshen hält es deshalb für unwahrscheinlich, „dass wir irgendwann in einer Welt leben werden, in der der Anteil aktiven Tradings gleich null ist“. Zugleich zeigte sich der promovierte Mathematiker davon überzeugt, dass es außerdem auch immer Investoren geben werde, die Anteile an einem bestimmten Unternehmen aus rein strategischen Gründen halten; für eine solche Motivlage stellten kapitalisierungsgewichtete Indizes keine Lösung dar.

Auch Frank Stefes geht nicht davon aus, dass Indexstrategien eines Tages die Investmentwelt vollkommen dominieren werden. Aktive Asset Manager dürften das mit Freude vernehmen, auch wenn viele von ihnen in den vergangenen Jahren erhebliche Mittelabflüsse hinnehmen mussten, die in Richtung passiver Strategien geströmt sind. Zwar gab Stefes zu bedenken, dass auch viele seiner Kunden in ihrer strategischen Vermögensallokation gezielt passive Bausteine auswählten. „Ihnen geht es also nicht immer nur um die Erwirtschaftung von Alpha, sondern darum, an der Marktentwicklung eins zu eins zu partizipieren und bestimmte Länder und Sektoren einfach und günstig abzubilden.“ Dennoch habe aktives Management Zukunft, so der Roundtable-Gast von State Street Investment Management. „Ich gehe nicht davon aus, dass Aktien-



portfolios eines Tages nur noch indexnah verwaltet werden“, wie Frank Stefes ausführte. Die Kombination zwischen aktiven Ansätzen und Indexstrategien sei entscheidend. Wie sich das in der Praxis darstellt, auch darüber sprachen die Diskutanten.

### Ein Konzern, zwei Pensionskassen

Pensionskassen wie die Bayer-PK oder die Rheinische Pensionskasse sind gemäß Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) „Lebensversicherer, die wegfallendes Erwerbseinkommen versichern“. Für sie gelten laut der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) die für Lebensversicherer anwendbaren Vorschriften des VAG mit pensionskassenspezifischen Anpassungen. Und die Bayer-Pensionskasse ist einer der Platzhirsche in dem Geschäft.

Gemäß Bafin-Statistik und gemessen an ihrer Bilanzsumme von 9,8 Milliarden Euro (Stand: 31. Dezember 2024) ist sie die Nummer fünf unter den Pensionskassen.

Bei der Bayer-PK handelt es sich überdies um eine geschlossene Pensionseinrichtung: Neueintritte sind dort bereits seit dem 1. Juli 2005 nicht mehr möglich. Neue Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Bayer AG, ihrer Konzerntöchter sowie weiterer Trägerunternehmen finden bei der Rheinische Pensionskasse ein Zuhause, sie hatte ihren Geschäftsbetrieb im Zuge der Neuordnung der betrieblichen Altersversorgung des Bayer-Konzerns im Jahre 2004 aufgenommen und steht auch konzernfremden Firmen offen, wie Stefan Nellshen erläuterte. In den gut zwei Dekaden, die seit ihrer



Mathematiker, Investor, Autor, Diskutant:  
**Stefan Nellshen** ist ein Multitalent.



Beim Roundtable-Gespräch, das Ende Dezember in Köln stattgefunden hat, sprachen drei Experten aus der institutionellen Anlagepraxis mit Redakteur **Tobias Bürger** (v. l. n. r.) über Facetten des indexnahes Investierens. Mit dabei waren **Denis Friess**, **Stefan Nellshen** und **Frank Stefes**.

Gründung vergangen sind, ist die Bilanzsumme der Rheinischen Pensionskasse auf knapp 1,3 Milliarden Euro angewachsen. Damit hat sie sich im Bafin-Ranking unter den insgesamt 124 Pensionskassen, die die Statistik umfasst, auf den 35. Platz hochgearbeitet.

Die AV-Einrichtungen von Bayer weisen sehr unterschiedliche demografische Strukturen auf. Aus diesem Grund ist auch das Risikoprofil ihrer versicherten Verpflichtung stark unterschiedlich. Während bei der Bayer-PK die Zahl der Rentner mit 58.086 die der Anwärter (29.744) um ein Vielfaches übersteigt, ist das Mitglieder-verhältnis der noch jungen Rheinischen Pensionskasse ein ganz anderes. Sie zählte am Jahresende 2024 in ihren Reihen insgesamt 55.346 Anwärter – bei gerade einmal 6.069 Ruheständlern.

Um die damit einhergehenden Rentenverpflichtungen, die zum Teil erst weit in der Zukunft beginnen und sich anschließend über viele Jahrzehnte hinweg erstrecken können, dauerhaft bedienen zu können, investieren sie in Leverkusen neben einer Fülle von Zinsanlagen auch in Aktien. Denn deren Renditeerwartungen übersteigen langfristig die von Anleihen. „Wenn ich jedoch mit Bundesanleihen oder Pfandbriefen annähernd risikofrei den Rechnungszins verdienen und meine Cashflows matchen könnte, dann würde ich das entsprechende Portfolio kaufen und dann wäre ich fertig mit meiner Aufgabe“, sagt Stefan Nellshen und man ahnt, dass dieser Aussage ein „aber“ folgen wird. „Aber“, sagt er, „die Verhältnisse sind ja nicht so. Wir brauchen zudem Aktien, um Zusatzreturns – auch für unvorhersehbare Entwicklungen zu generieren. Allerdings spielen sie eine stark unterschiedliche Rolle in den Einrichtungen, denen ich vorstehe, denn wir sind in unserem Management immer sehr strikt Asset-Liability-Management-fokussiert und somit bedingen stark unterschiedliche Risikostrukturen auf der Verpflichtungsseite auch stark unterschiedliche Strukturen der Kapitalanlageportfolios.“

Aktien sind im Portfolio der Bayer-PK höher gewichtet als bei der jüngeren Schwester. Denn sie hat im Vergleich mit der Rheinischen Pensionskasse den höheren versicherungsmathematischen Rechnungszins, den die Anlageexperten langfristig Jahr für Jahr verdienen müssen. „Wir setzen mathematische Methoden ein, um die Wahrscheinlichkeit zu optimieren, dass wir unsere versicherungstechnischen Verpflichtungen immer bedienen können. Unter dieser Zielfunktion optimieren wir die Zusammensetzung des Portfolios.“ Und an Aktienmärkten angelegte passive Managementmandate sind heute ein wesentlicher Teil der strategischen Vermögensallokation in den Pensionskassen von Bayer, so das Zwischenfazit Nellshens an dieser Stelle des Roundtable-Gesprächs. Sie haben sich als

wesentlicher Baustein im Kapitalanlageportfolio etabliert.

### Indexstrategien und das Thema Wertsicherung

Die Bayer-PK verfolgt auf der Anlagenseite unter anderem das Ziel, den jeweils geltenden Rechnungszins unter Inkaufnahme tragbarer Risiken für ihre Versicherungsnehmer nachhaltig zu erwirtschaften. Anders ausgedrückt: Das Risikomanagement ist von existenzieller Bedeutung. Vor diesem Hintergrund muss man die aus der Bilanz hervorstechende Anleiheposition „Schuldtitel/Namens-titel“ einstufen, deren Anteil von 44,9 Prozent am Jahresende 2024 den größten Raum in den Kapitalanlagen mit einem Buchwert von knapp 9,9 Milliarden Euro eingenommen hat. Aktien- und börsennotierte Rentenanlagen steuert das Team über eine Master-KVG-Konstruktion, um externe Managementexpertise und -ressourcen zu nutzen. Der Masterfonds besteht also aus einem Mix aus Aktien und Anleihen. Aktienseitig umfasst er unter anderem europäische, im Wesentlichen passiv gemanagte Standard-Mandate. Daneben enthält der Masterfonds passive Mandate auf entwickelte Aktienmärkte weltweit. Als Sicherungsnetz kommen Risiko-Overlays zum Einsatz. Mit diesen schützen die Leverkusener sich und ihre Aktien vor einem Markteinbruch und begrenzen die möglichen Verluste.

Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die Pensionseinrichtungen von Bayer in Aktien und börsennotierten Renten ausschließlich auf einer risikobudgetierten Basis investieren. „Wir ordnen Aktien und börsennotierten Renten ein jährliches Risikobudget zu. Und wir legen Sicherungsstrategien darüber, die sicherstellen, dass dieses Risikobudget eingehalten wird“, so Bayer-PK-Chef Nellshen, der die bestehenden Overlay-Mandate konkretisiert. „Wir arbeiten bei Aktien zum Beispiel mit Protective Puts und mit Collars (je nach Marktverfassung, Anm. der Red.), bei denen die



Fälligkeit auf das Geschäftsjahr terminiert ist. Mit einer solchen pfadunabhängigen Strategie können wir auch so etwas wie die heftigen Marktbewegungen rund um den ‚Liberation Day‘ gut durchstehen“, so Stefan Nellshen. „Einen einfachen Stop Loss verwenden wir in aller Regel nicht!“, ordnet er den Schutzmechanismus, der sich dahinter verbirgt, ein. „Wir sagen also zum Beispiel nicht, wenn eine bestimmte Marke im S&P 500 erreicht ist, verkaufen wir alles. Wer das macht, fährt sozusagen ungebremst vor die Wand und steht nicht mehr auf!“ Neben pfadunabhängigen Optionsstrategien verwendet die Bayer-PK auch dynamische, pfadabhängige Sicherungsstrategien, wie zum Beispiel CPPI – und das ganz bewusst. „Dies ist sinnvoll, um möglichst vielen Pfadverläufen, die innerhalb eines Kalenderjahres unterjährig auftreten können, Rechnung zu tragen.“

Denis Friess griff diese anschauliche Darstellung auf und ergänzte sie folgendermaßen: „Bei einem Markteinbruch ist es für institutionelle Investoren einerseits von herausragender Bedeutung, ihre Anlagen vor einschneidenden Verlusten zu schützen und andererseits von der Markterholung, die anschließend einsetzt, zu partizipieren.“ Rückblende: Angesichts der protektionistischen Zollpolitik der US-Regierung waren die Aktienmärkte Anfang April 2025 binnen weniger Tage um mehr als zehn Prozent nach unten gerauscht. Schnell erholten sich die Notierungen wieder. Bereits Ende des Monats hatte zum Beispiel der Dax den Rücksetzer vollständig ausgeglichen. Daran zeigt sich, wie wertvoll passgenaue Absicherungsmechanismen sind, die nicht nur Downside-Schutz bieten, sondern auch eine Partizipation an wieder steigenden Kursen ermöglichen.

Apropos Absicherung: Investoren, die Collar-Strategien als Hedge für besonders schwere Rücksetzer, also als Tail-Hedge, einsetzen, kaufen dazu eine Put-Option und verkaufen gleichzeitig einen Call, wobei der Wahl der Ausübungskurse, die den Derivaten zugrunde

liegen, große Bedeutung zukommt. Dieser Strategiemix soll Schutz vor Abwärtsrisiken bieten, doch er hat auch Nachteile – beschränktes Aufwärtspotenzial, falls die Post abgehen sollte. In Leverkusen finden deshalb auch prozyklische dynamische Sicherungsstrategien wie eine Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) Verwendung, es kommen also verschiedene Sicherungsstrategien zum Tragen, um Anlagerisiken zu reduzieren – und den Rechnungszins nachhaltig zu erwirtschaften.

## Tiefe Aktienmärkte sind etwas für Index-Tracker

Indexstrategien und aktive Asset-Management-Konzepte gibt es wie Sand am Meer. Ob aktives Management in den großen, tiefen und liquiden Anlagesegmenten im Kapitalmarkt gegenüber Indexanlagen Mehrwert bietet, haben schon viele Studien hinterfragt. Die Ergebnisse sind eindeutig! Auch Stefan Nellshen bestätigt mit Blick auf Studienergebnisse und Anlagepraxis, dass es schwer sei, dort systematisch nachhaltig und langfristig Mehrwert zu generieren. Ein Grund für die latente Underperformance der aktiven Spezialisten sind die mit aktivem Management in der Regel verbundenen erhöhten Kosten, die der reinen Index-Replikation zum Vorteil gereichen. Diese Kostendifferenz müsse erst einmal durch aktive Zusatzperformance verdient werden, sagt Stefan Nellshen und erklärt: „Auf ein Jahr betrachtet, schafft es bei europäischen Large-Cap Aktien nur rund ein Viertel der Manager überhaupt den Index zu erreichen, wie eine relativ aktuelle Scope-Untersuchung zeigt. Wenn man den Beobachtungszeitraum verlängert, sinkt diese Quote. Bei fünf Jahren kommt man dann so bei etwa 15 Prozent an.“

Denis Friess merkte an, dass die Outperformance-Ratio für Emerging Markets oder bei Small Caps deutlich darüber liege, sie tendiere in Richtung 40 Prozent. Damit brach er eine Lanze für aktives Asset Management im Aktienuniversum. Sein Rat: „In den von Investment-Research nur bedingt abgedeckten Märkten sollte man als institutioneller Investor aktives Management in Betracht ziehen, weil ein guter Manager hier noch Mehrwert generieren kann.“

Zugleich gab der Gesprächspartner der Deka zu bedenken, dass die Informations-effizienz in den vergangenen Jahren rasant zugenommen habe. „Ich habe 1997 bei der Deka angefangen. Davor war ich in der Ausbildung und im Studium. Zu der Zeit waren Bloomberg-Terminals als Informationsquelle rar gesät. Heute würden wir unsere Handys rausholen und hätten die komplette Kursversorgung auf einen Blick.“ Denis Friess strich hervor, dass damit ein enormer Schub im Hinblick auf die



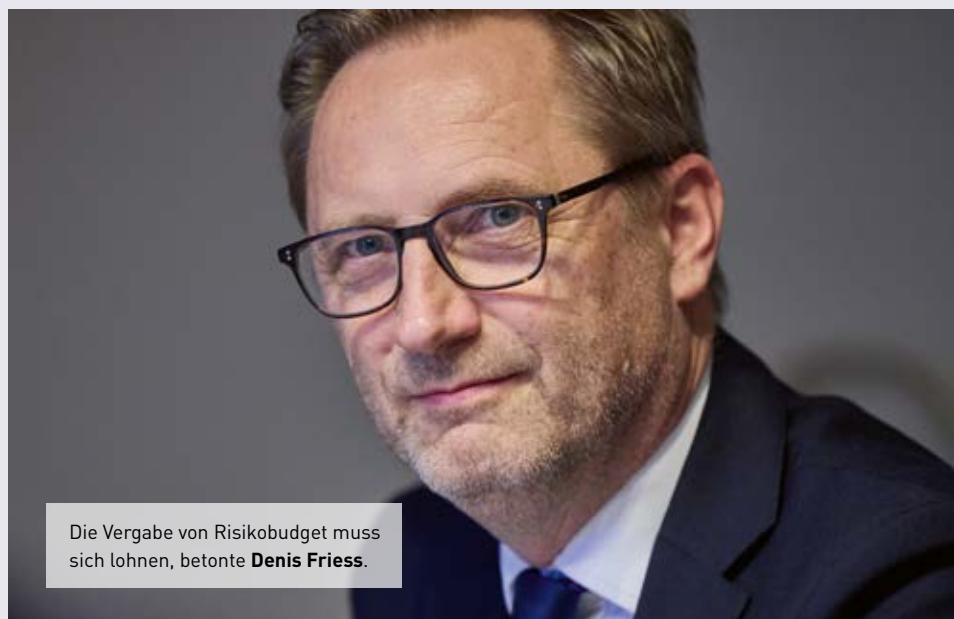
Frank Stefes erörterte die Vorteile eines „leicht aktiven Ansatzes“.

Informationseffizienz einhergehe. „Und das ist eine Differenzierung zwischen den etablierten Märkten wie dem S&P 500 und den weniger durch Research abgedeckten Märkten und Small Caps“, so der Experte.

Die Frage, ob man besser einen aktiven Manager zu Rate zieht oder ob es auch ein passives Mandat tut, stand auch nach diesem Statement weiter im Raum. Frank Stefes lenkte die Diskutanten weg von dieser ewigen Streitfrage, indem er zu bedenken gab, dass es unter dem Strich entscheidend sei, überhaupt investiert zu sein, etwa bei den seit mehr als einer Dekade haussierenden US-Aktien. Nüchtern erklärte Stefan Nellshen daraufhin, dass sich jedes aktive Mandat rechtfertigen müsse. „Zur Rechtfertigung der aktiven Mandate – und wir haben diese primär auf der Rentenseite im Einsatz – machen wir unter anderem folgendes: Wir untersuchen für Manager aktiver Mandate, die in dem jeweiligen aktiven Mandat für uns gute Ergebnisse erzielt haben, wie wahrscheinlich es ist, dass der betreffende Manager dies nur durch Zufall beziehungsweise Glück erreicht hat.“

Um hier Transparenz zu schaffen und unerwünschte Einflüsse jenseits der eigentlichen Managerleistung herauszurechnen, ziehen die Leverkusener mathematisch-statistische Verfahren zu Rate. Auch sei es denkbar, so Nellshen, dass die Strategie eines Managers für zwei, drei Jahre funktioniere – und zwar aus Zufall – und anschließend nicht mehr. Darauf müsse man sich als Investor einstellen. Denis Friess setzte sich für Portfoliomanager ein, als er sagte, Anleger, die einem Manager Freiräume geben, müssten diesem auch zugestehen, Fehler machen zu dürfen. „Und dann bin ich an dem Punkt, an dem ich frage: Lohnt sich die Vergabe von Risikobudget, um einen zusätzlichen Ertrag zu generieren oder nehme ich als Investor das Budget lieber für etwas anderes“, so Denis Friess. „Für uns ist das natürlich spannend. Wenn wir zu Kunden kommen, präsentieren wir ihnen unsere gute Performance und zeigen die Faktoren auf, weswegen wir gut waren.“ Der Asset Owner in der Gesprächsrunde, Stefan Nellshen, bestätigte diesen Aspekt: „Aktien an sich brauchen ein Risikobudget. Aber wenn das Management aktiv ist, brauchen wir für das Alpha auch noch ein zusätzliches Risikobudget.“

Das institutionelle Geschäft der Deka verzeichnet aktuell zum Beispiel auch ein relativ starkes Interesse institutioneller Anleger an quantitativen Produkten, deren Downside-Risiken mit Hilfe mathematisch-statistischer Vorleistungen der Deka und unter Einbeziehung ausgewählter „Faktoren“ reduziert werden. Zugleich erlaubten diese Anlagen, Zusatzertrag zu generieren. Sie heben sich damit deutlich von reinen Indexanlagen ab. Nach Einschät-



Die Vergabe von Risikobudget muss sich lohnen, betonte **Denis Friess**.

zung von Frank Stefes ist der Übergang vom rein passiven beziehungsweise einem Index-Investment hin zu einem solchen faktor-basierten Ansatz, wie Denis Friess ihn anschnitt, fließend. „Der Tracking Error bildet hierbei die Stellschraube“, unterstrich der Leiter des institutionellen Geschäfts von State Street Investment Management in Deutschland und ging näher darauf ein: „Der Anleger könnte sich entweder für einen kleinen Tracking Error entscheiden. Damit entwickelt sich sein Investment geradezu identisch zu einer Index-Anlage. Er hat aber auch die Möglichkeit, eine Zusatzrendite zu erzielen. Die dabei anfallenden Kosten sind niedriger als bei einem sehr aktiven Ansatz“, so Frank Stefes weiter. Das sei der Anspruch an einen solchen „leicht aktiven Ansatz“. Der Fachmann verdeutlichte hierauf, dass es in einem eher ineffizienten Markt viel mehr Möglichkeiten gebe, über ein Faktormodell Zusatzertrag zu erwirtschaften. Das funktioniert nach Ansicht von Frank Stefes deutlich besser in einem Schwellenländer- als in einem US-Aktienmandat.

### Direktinvestments ja, aber nicht in Aktien

Und damit zurück zu den beiden Pensionskassen, die Stefan Nellshen unter anderem leitet. Auf die Frage, wie er und sein Team dort passive Aktien-Investments umsetzen und ob sie zum Beispiel kurzerhand den Eurostoxx-50-Index nachbauen, indem sie dessen Einzeltitel gemäß Indexzusammensetzung kaufen, beantwortete er mit einem klaren „Nein! Denn es wäre ineffizient, das zu tun.“ Grundsätzlich lassen sie in Leverkusen die Finger von der Aktien-direktanlage und überlassen die Replikation von Marktindizes externen Managern. Im Fixed-Income-Bereich sieht das jedoch ganz anders aus. Dort sind im Bereich der festverzinslichen Namenstitel Direktanlagen für die Pensionskassen an der Tagesordnung. Und auch Immobilien kaufen sie bei den Bayer-PKS bevorzugt direkt, um die Objekte anschließend zu vermieten.



Bei passiven Aktienmandaten hingegen sei es zielführender, eine Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) zu mandatieren, und zwar eine, die eine Vielzahl institutioneller Kunden mit der gleichen Anlagevorgabe betreut. „Dadurch kommen Skaleneffekte zum Tragen“, so Stefan Nellshen. Denis Friess pflichtete dem bei: Für einen Institutionellen sei es effizienter, einen Asset Manager einzubinden – auch, um einen Index zu tracken. Das sei günstiger als das Halten eines börsennotierten Indexfonds (Exchange Traded Fund, ETF). Stefan Nellshen ist überzeugt, dass man diese Aufgabe als großer Investor kostengünstiger hinbekomme als ein ETF, was Frank Stefes so nicht unkommentiert im Raum stehen lassen wollte, in dem er einschränkend erklärte: „In den meisten Fällen“, wie der Deutschlandchef von State Street Investment Management entgegnete. Begründung: „Unser ältester ETF, der den US-Aktienmarkt adressiert, ist 690 Milliarden Dollar groß. Die in Deutschland erhältliche Variante des ETFs auf den S&P 500 Index kommt auf über 30 Milliarden Dollar und geht mit einer Total Expense Ratio von drei Basispunkten einher. Das ist natürlich nicht viel und selbst für sehr große Mandate kaum zu unterbieten“, argumentierte Frank Stefes. Doch ein solches Produkt von der Stange sei nichts für jeden, räumte er ein und ergänzte, dass es ja auch Großanleger gebe, die die Zusammensetzung des Index verändern wollten, zum Beispiel um Einzelwerte auszuschließen oder Nachhaltigkeitskriterien einzubauen. Daher griffen viele Institutionelle doch lieber zum Mandat. „Es gibt aber natürlich auch Anleger, die wollen den Standard haben, um einen ETF taktisch einzusetzen“, ergänzte er.

An anderer Stelle des Roundtables gab Stefan Nellshen zu bedenken, dass institutionelle Anleger, selbst wenn sie passive Aktienmandate eingerichtet haben, auch aktive Entscheidungen treffen. „Es sind also sehr wohl noch aktive Entscheidungen möglich aufseiten der Einrichtungen. Wenn wir ein passives Mandat vergeben, heißt das nicht, dass wir nach der Vergabe das Gehirn ausschalten und nichts mehr tun. Ganz im Gegenteil: Ich kann und muss sehr wohl, auch auf Basis der Sicherung zum Beispiel, aktive Entscheidungen treffen.“ Passives beziehungsweise Index-Investing geht, wie die Gesprächsrunde gezeigt hat, mit weiteren aktiven Entscheidungen einher: Da wäre zum Beispiel die Auswahl des Index, der repliziert werden soll: etwa der Eurostoxx-50-Index, der S&P 500 oder einer der zahlreichen Nachhaltigkeitsindizes, die in den vergangenen Jahren entwickelt worden sind.

### Auch Indexanleger fällen aktive Entscheidungen

Die Indexauswahl ist von entscheidender Bedeutung für Großanleger. Das beginnt schon beim Markt und den Gewichten der Sektoren. Außerdem geht es auch wieder um Gebühren. Hier sind es die Kosten, die die Indexanbieter für ihre Produkte aufrufen; ein Blick ins Detail kann sich lohnen und zur Folge haben, dass man sich am Ende des Tages für den Index eines anderen Providers entscheidet. Stefan Nellshen verwies einmal mehr auf die so wesentliche Rolle von Absicherungsstrategien und hier konkret auf das Eingehen derivativer Positionen. „Wir nutzen marktkapitalisierungsgewichtete Indizes, die den Markt gut widerspiegeln. Das ist auch für unsere Sicherungsstrategien von großer Bedeutung“, gab er zu bedenken. Der Pensionskassen-Chef zieht daher Indizes vor, für die liquide, an einer Terminbörse gelistete Derivate existieren. Denn nur damit ließen sich Sicherungsstrategie passgenau implementieren, ohne dass zwischen Anlagebestand und Derivat eine Lücke bleibt. Das wäre ein aktives Risiko, warnte er. Frank Stefes erklärte daraufhin folgendes: „Anleger, die Einzelwerte aus einem indexnahen Aktienmandat ausschließen möchten, weichen damit natürlich vom Index ab. Hier muss man mit dem Asset Manager erörtern, welche Folgen sich daraus für die Implementierung einer Absicherungsstrategie ergeben“, hob der Fachmann hervor und bekräftigte entsprechend nachdrücklich: Man brauche das passende Absicherungsinstrument.

Festzuhalten bleibt nach diesem Roundtable-Gespräch, dass indexorientiertes Anlegen an Bedeutung gewinnt. Dabei von „passivem“ Investieren zu sprechen, würde der komplexen Thematik aber nicht gerecht werden. Denn eines ist klar: Aktive Entscheidungen müssen auch hier immer wieder gefällt werden.



# Wachstum beginnt mit starken Impulsen

Partnerschaftlich Lösungen entwickeln



## Betriebsrente und die Benefits

Von Detlef Pohl

**Im Kampf um Fachkräfte ist die bAV ein exzellenter Benefit – aber nicht der einzige. Was Arbeitgeber an weiteren wertschätzenden Gaben bieten und wie das auf Mitarbeiter wirkt, zeigen aktuelle Studien. Dabei rückt die Erfolgsmessung in den Fokus.**

Konkurrenz belebt bekanntlich das Geschäft. Das gilt auch für Benefits, mit denen Arbeitgeber Fachkräfte umwerben. Einen interessanten Überblick für Deutschland liefert die Studie „Benefits und Employer Branding“ des HR-Strategiebers Lurse, die bislang alle drei Jahre herausgegeben wurde, jetzt aber von den neuen Eigentümern um ein Jahr verschoben wurde. Im Dezember 2022 gab es eine Übersicht der gefragtesten Zusatzleistungen von 59 Unternehmen aller Größenklassen. Das Angebot von Benefits für die Mitarbeiter weitet sich aus und reicht vom Ladeplatz fürs Elektroauto über ein Netflix- oder ein Spotify-Abo und Bezahlung eines Personal-Trainers bis zur Möglichkeit, im Auslands-Home-office zu arbeiten, hieß es bei Lurse.

Nahezu alle befragten Unternehmen bieten ihren Mitarbeitern zudem flexible Arbeitszeitmodelle an. Dabei gehören Teilzeitarbeit sowie Homeoffice zum Standard. Die Benefits zu Urlaub/Arbeitszeitmodellen wurden relativ betrachtet in den vergangenen zwei Jahren am häufigsten ausgebaut, hieß es Ende 2022. Gleichwohl wurde allen Angestellten eine Betriebsrente angeboten, zu 96 Prozent auch allen Mitgliedern der Geschäftsführung. Eine wichtige Zusatzleistung ist auch die Gehaltsfortzahlung bei Krankheit über die gesetzliche Sechs-Wochen-Frist hinaus. Da differenziert knapp ein Drittel der Unternehmen grundsätzlich zwischen den Mitarbeitergruppen – bei Angestellten nach Dauer der Gehaltsfortzahlung,

zudem nach Dauer der Betriebszugehörigkeit. Bei den Benefits zur Absicherung der Mitarbeiter ist neben bAV und Gehaltsfortzahlung die Unfallversicherung weit verbreitet, zudem auch eine Pflege-, Berufsunfähigkeits- oder betriebliche Krankenzusatzversicherung.

Es ist offensichtlich, dass die Benefit-Kultur eine Eigendynamik entwickelt hat, wie es sie bislang nicht gab. Wie moderne Arbeitgeber Benefits neu denken, erklärte Beat Peuker, Personalverantwortlicher des Pharmaunternehmens MSD Sharp & Dohme in München, auf der bAV-Handelsblatt-Tagung im November 2025. Die Mitarbeiter wollten Wertschätzung, die sofort spürbar wird. Beim Pharmaunternehmen MSD werden vielfältige Benefits für die 100 Mitarbeiter spürbar, darunter die Mitgestaltung des Großraumbüros und die sehr geschätzte Vertrauensarbeitszeit, die auch Arztbesuche und Einkäufe während der Arbeitszeit erlaubt, so Peukert. Dies stärke die Identifizierung mit dem Arbeitgeber und der eigenen Arbeit. Peukert bezog sich auf Studien, denen zufolge 13 Prozent der Angestellten in Deutschland innerlich gekündigt hätten, 78 Prozent Dienst nach Vorschrift machten und nur neun Prozent hohe emotionale Bindung zur Arbeit hätten. Die Folge seien Milliarden Schäden durch Fehltag und schlechte Produktivität. Bei MSD lebe man dagegen die „New Work-Idee“. Soll heißen: Die Arbeit wird so gestaltet, dass die Mitarbeiter sie auch wirklich wollen und davon erfüllt sind. Peukert nannte viele Beispiele, darunter kostenlose Nachhilfe für Kinder der Mitarbeiter, ein Eltern-Kind-Büro, wenn die Kita zu hat, ein jährlicher Kindertag im MSD-Büro oder 40 Stunden bezahltes soziales Engagement von der Firma pro Mitarbeiter und Jahr. Eine Übersicht aller Benefits gibt eine spezielle App, die zudem die Bereiche Ernährung, Bewegung, Gesundheits-Check-up und mentale Gesundheit erfasst.

Im „war for talents“ braucht es mehr als nur bAV, bestätigt Johannes Heiniz, Senior Director Retirement beim HR- und Risikoberater WTW. Im „Benefits-Trends-Survey 2025“ hat WTW über 5.500 Unternehmen weltweit nach Schlüsselthemen gefragt, die die Benefit-Strategie beeinflussen, darunter 107 Unternehmen mit rund 750.000 Mitarbeitern in Deutschland. Ergebnis: Der Wettbewerb um Talente ist am wichtigsten, sagen 63 Prozent der Unternehmen, Erwartungen an verbesserte Employee Experience, also Mitarbeiter-Zufriedenheit, nennen 42 Prozent der Unternehmen und weitere 41 Prozent einen erheblichen Budgetdruck bei den Benefits (Mehrfachnennungen erlaubt).

Zu den Kern-Ergebnissen der Studie zählt, dass die bAV ein wichtiger Arbeitnehmer-Grund für den Job beim aktuellen Arbeitgeber ist. Arbeitgeber fokussieren sich derweil stark auf die Nutzenoptimierung der Benefits, psychische Gesundheit, Altersvorsorge-Benefits und Gesundheits-Benefits. Im Blickpunkt sind dabei vor allem die Finanzierung der Benefits, die Mitarbeiter-Zufriedenheit sowie Administration und Prozesse rund um die Benefits – siehe Grafik auf dieser Seite. „Zugleich zeigt sich, dass immer weniger Arbeitgeber ihr Benefit-Portfolio erweitern“, kommentiert Casimir von Moltke, Associate Director Health & Benefits bei WTW. Zugleich hoffen 42 Prozent der deutschen Unternehmen auf eine verbesserte Mitarbeiter-Zufriedenheit bei den Benefits, obwohl 41 Prozent auch hohen Budgetdruck spüren. Im Vergleich zu 2023, als nur etwa jeder zehnte Arbeitgeber den finanziellen Druck auf das Budget als Einflussfaktor nannte, hat dieser Aspekt deutlich an Bedeutung gewonnen, so von Moltke. In den nächsten drei Jahren will jeder zweite Arbeitgeber in Deutschland laut Studie auf der Leistungsseite generell größtmöglichen Nutzen für die Mitarbeiter durch Benefits erzielen und dies irgendwie auch messen. Konkret streben 45 Prozent eine bessere psychische Gesundheit für die Angestellten an, gefolgt von Altersvorsorgeleistungen und Gesundheitsleistungen (je 36 Prozent) – siehe Grafik 2 auf Seite 34.

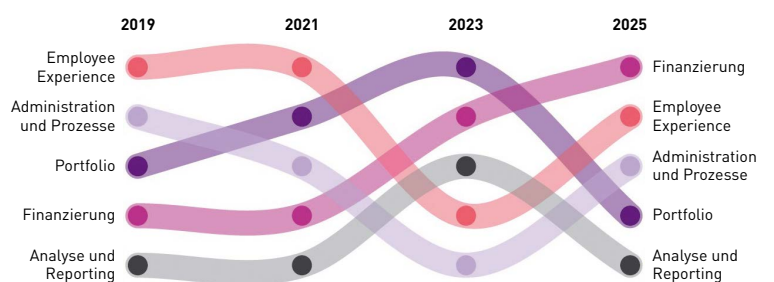
Gleichwohl bleibt die Spannung auf der Kostenseite hoch. Hier fallen für die nächsten drei Jahre in Deutschland folgende Aufgaben an: Wegen zunehmender Budget-Restriktionen rückt über die Hälfte der Arbeitgeber das Anbietermanagement in den Fokus. Um den Wert von Gesundheits-, Altersvorsorge- und Risikovorsorgeleistungen zu verbessern, ist auch der Wechsel zu günstigeren Anbietern ein Thema, um letztlich über die Nutzensteigerung einzelner Benefits eine bessere Wertschöpfung zu erzielen. Mehr als die Hälfte der Unternehmen richtet im Zuge der Reallokation die Budgets gezielt neu aus. Ein Drittel plant dazu den Einsatz von Kostenprognosen und Risikoanalysen. Die WTW-Studie bestätigt den weit verbreiteten Ansatz der Arbeitgeber, jetzt den Markt zu sondieren, um Benefits gezielt einzusetzen – auch bei eingeschränkten Ressourcen.

Zu ähnlichen Ergebnissen für multinationale Großunternehmen kommt die „Global Benefits Trends Study 2025“ des Risiko- und HR-Beraters Aon unter 518 Firmen in 45 Ländern, darunter gut 100 Unternehmen in Europa, dem Nahen Osten und Afrika (Emea-Region). Ergebnisse für Deutschland werden allerdings so gut wie gar nicht ausgewiesen. Weltweit fallen diese Trends für HR-Verantwortliche ins Auge: Der Trend zur Personalisierung, also Individualisierung, von Benefits der Firma für den einzelnen Mitarbeiter geht weiter: Zwei Drittel der Arbeitnehmer wären bereit, auf einige aktuelle Benefits zu verzichten, wenn sie mehr Benefits individuell auswählen könnten. 43 Prozent der multinationalen Unternehmen geben an, dass solche Entscheidungen zu Wahlmöglichkeiten auf Länderebene getroffen werden, 14 Prozent haben dazu bereits globale Richtlinien erlassen und weitere 43 Prozent äußern sich noch nicht zu diesem Thema.

Bei personalisierten Sozialleistungen konzentrieren sich internationale Arbeitgeber am meisten auf diese Punkte: medizinische Programme, beitragsorientierte Altersvorsorgepläne, biometrische Risikoleistungen, Präventionsprogramme und Wohlbefinden. Mitarbeiter schätzen weltweit diese Zusatzleistungen am meisten: Krankenversicherung, Jahresurlaub, Work-Life-Balance, Altersvorsorgeprogramme und Programme zur Karriereentwicklung. Aon leitet daraus zwei große Chancen für Arbeitgeber ab: Zum einen das Angebot flexibler Urlaubsregelungen zu stärken (etwa durch Kauf zusätzlicher Urlaubstage) und zum anderen die Integration von Karriereentwicklungsprogrammen ins Leistungspaket (etwa durch Kostenübernahme für Weiterbildungskurse, Zugang zu Coaching oder Bildungszuschüssen).

Auffällig: Das Interesse von Arbeitgebern und deren Angestellten an medizinischen Programmen steigt auch in Deutschland. Die Kosten für arbeitgeberfinanzierte medizinische Leistungen steigen 2026 weiter. Der „Global Medical Trend Rates Report“ von Aon erwartet für Deutschland im Schnitt 7,2 Prozent Steigerung. Die medizinische Trendrate berücksichtigt Preissteigerungen, technologische Entwicklungen, eine höhere Inanspruchnahme sowie

### Benefits-Prioritäten der Arbeitgeber



Quelle: WTW Benefits Trends Survey 2025, Deutschland; © portfolio institutionell

steigende Kosten für verschreibungspflichtige Medikamente. „Kostentreiber sind vor allem Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Krebs sowie Bluthochdruck“, prognostiziert Tanja Lührke, Head of Health Solutions & Global Benefits der DACH-Region (siehe Dezember-Ausgabe 2025).

Im Unterschied zu Deutschland, „wo die Krankenversicherung eine individuelle Entscheidung des Einzelnen ist und betriebliche Krankenversicherung (bKV) eine reine betriebliche Zusatzleistung, kommt der Arbeitgeber im Ausland häufig für die Basisversorgung der Krankenversicherung auf“, erklärt Lührke. Deutsche Arbeitgeber müssten daher zwar keine Gesundheitspläne für ihre Mitarbeiter bereitstellen, doch angesichts der Preissteigerungen und Diskussionen über mögliche Leistungskürzungen in der GKV ist es für Arbeitgeber wichtig, „attraktive gesundheitsbezogene Benefits wie Präventionsprogramme, schnelleren Zugang zu Fachärzten, hochwertige medizinische Leistungen oder Employee Assistance Programme zu bieten“, so Lührke. Inzwischen sei die bKV der zweitwichtigste finanzielle Benefit nach der Betriebsrente.

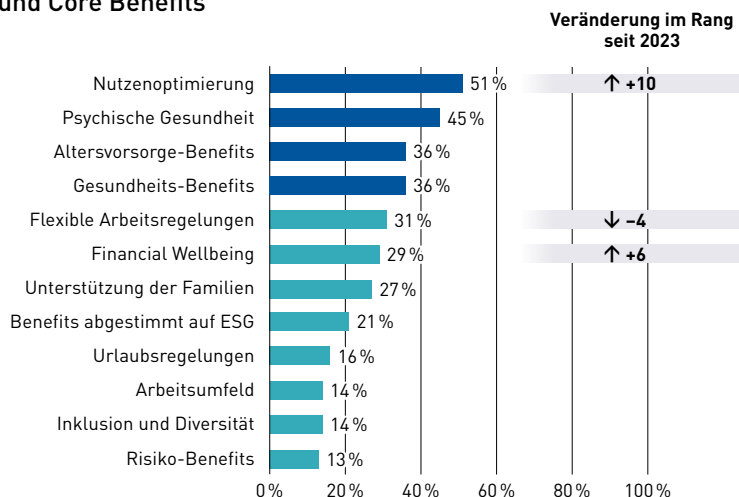
Zur bKV in Deutschland macht die Aon-Studie keine Aussagen, dafür aber eine zweite Studie von Funk Vorsorge, einem Makler- und Beratungshaus für betriebliche Vorsorgelösungen, wo nach dem Frühjahr 2025 (siehe Dezember-Ausgabe 2025) im Dezember genauer nach den bKV-Wünschen der Angestellten gefragt wurde. Ergebnis: Im Jahr 2024 nutzten 70 Prozent der Mitarbeiter (MA) in kleinen Firmen (bis 49 MA) und je 50 Prozent in mittleren (50 bis 249 MA) und großen Unternehmen (ab 250 MA) reine Gesundheitsbudget-Tarife inklusive Budgetanteile von Kombinations-tarifen. Alle nutzen die bKV, wie das Reporting verschiedener Versicherer zeigt. Insbesondere Gesundheitsbudget-Tarife werden in der Benefit-Landschaft immer beliebter. Innerhalb der Gesundheitsbudgets seien dabei Erstattungen für Arznei- und Verbandmittel, Sehhilfen und Zahnprophylaxe besonders gefragt.

„In kleinen Unternehmen führt der schnellere und einfachere Informationsfluss innerhalb der Belegschaft zu einer höheren Nutzungsquote der bKV, die jedoch auch in mittleren und großen Unternehmen über die Jahre deutlich angestiegen ist“, konstatiert Christian Till, Bereichsleiter Markets, Products & Investments bei Funk Vorsorge. Angestellte können innerhalb eines Budget-Tarifes medizinische Leistungen aus verschiedenen Bereichen in Anspruch nehmen. Je nach Tarif gibt es für einzelne Leistungsbereiche gegebenenfalls eigene Erstattungsgrenzen (Sublimits) innerhalb des jährlichen Budgets, etwa für Sehhilfen und Lasik (Augenlasern) zusammen beispielsweise bis zu 180 Euro pro Jahr oder für Zahnreinigungen und Bleaching zusammen beispielsweise bis zu 60 Euro pro Jahr.

Laut Studie weisen die meisten einzelnen Leistungsbausteine – also traditionell ältere, leistungsmäßig klar definierte Tarife – eine Nutzungsquote von unter 20 Prozent auf. Dennoch hätten diese ihre Daseinsberechtigung, da die Kostenbelastung im Fall eines Leistungsfalles höher ausfällt und sie die Mitarbeiter finanziell entlasten können. „Jeder zweite Mitarbeiter nutzt dagegen das Gesundheitsbudget – Tendenz steigend“, beobachtet Till. Je höher die Budgetstufe, desto höher auch die Nutzungsquote der bKV. „Mit wachsendem Budget steigt in der Regel auch die Anzahl der eingereichten Rechnungen“, so Till. Leistungsregulierungen bei Gesundheitsbudget-Tarifen ohne Sublimits liegen im Verhältnis zum Beitragsanteil in der Regel schon deutlich über 100 Prozent, insbesondere für Sehhilfen und Zahnprophylaxe. In diesem Fall zahlt der Versicherer mehr aus, als er durch die Beiträge einnimmt. Drei Versicherer haben deswegen die Beiträge für Gesundheitsbudget-Tarife ohne Sublimits entweder schon zum 1. Januar 2025 oder zum 1. Januar 2026 angehoben. Mitunter wurde auch das Neugeschäft wieder eingestellt. Daher empfiehlt Funk, für kostenintensive und häufig genutzte Leistungen Budgettarife mit Sublimits einzuführen. Till erwartet, dass Budgettarife ohne Sublimits voraussichtlich vom Markt verschwinden oder erheblich teurer werden. Finanzielle Druckpunkte gebe es bei Tarifen ohne Sublimits vor allem bei Sehhilfen und Zahnprophylaxe.

Bei der Verwaltung der bKV ist die Digitalisierung zentral. 70 Prozent der Unternehmen nutzen zunehmend digitale Verwaltungsportale der Versicherer, um beispielsweise neue oder ausgeschiedene Mitarbeiter für die bKV zu melden oder Beitragsfreistellung oder Adress- und Namensänderungen vorzunehmen. Auch für Mitarbeiter wird Digitalisierung spürbar: Der Anteil digital eingereicherter Rechnungen, insbesondere über Apps oder E-Mail, wächst stetig und erreichte 2024 in der Funk-Auswertung etwa 88 Prozent.

### Arbeitgeber legen Fokus auf Wellbeing, Nutzenoptimierung und Core Benefits



Quelle: WTW Benefits Trends Survey 2019 bis 2025 (Deutschland); © portfolio institutionell

# Ideas Happen Here™

Flexible  
Anlagelösungen,  
die Mehrwert  
generieren.

Capital at risk



RBC BlueBay  
Asset Management



## Willkommen BRSG 2.0

Von Detlef Pohl

**Das zweite Betriebsrentenstärkungsgesetz trat im zweiten Anlauf zusammen mit dem Rentenpaket in Kraft. Was sich nun geändert hat, was mit einem Jahr Verspätung kommen wird und was sich vorerst nicht ändert. Außerdem: Wie sich Arbeitgeber in diesem Spannungsfeld erfolgreich für Fachkräfte positionieren können.**

Die Lage bei Betriebsrenten in Deutschland ähnelt der der deutschen Wirtschaft. Der Aufschwung ist seit 2019 zum Erliegen gekommen. Einen Lichtblick gibt es jedoch: Der Bundesrat hatte am 19. Dezember auf seiner letzten Sitzung 2025 dem Zweiten Betriebsrentenstärkungsgesetz (BRSG 2.0) zugestimmt. Damit konnten die größten Teile planmäßig zum 1. Januar dieses Jahres in Kraft treten. Es gibt für die betriebliche Altersversorgung (bAV) vor allem Verbesserungen im Arbeits-, Finanzaufsichts- und Steuerrecht.

Auf Drängen des Bundestagsausschusses für Arbeit und Soziales waren kurz vor Toresschluss noch zwei wichtige Änderungen ins Gesetz aufgenommen worden, informiert die Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung (ABA). Erstens: Erhöhung der zustimmungsfreien Abfindung von Mini-Anwartschaften bei der bAV von 1,0 auf 1,5 Prozent (Paragraf 3 Abs. 2 Satz 1 BetrAVG). Der Arbeitgeber kann nun eine Anwartschaft ohne Zustimmung des Arbeitnehmers abfinden, wenn der Monatsbetrag der aus der Anwartschaft resultierenden laufenden Leistung bei Erreichen der Altersgrenze 1,5 Prozent der monatlichen Bezugsgröße nicht übersteigen würde (2026: bis 59,33 Euro bei Rentenzahlung), bei Kapitaleistungen sind es achtzehn Zehntel der monatlichen Bezugsgröße (2026: bis 7.119 Euro Kapitaleistung).

Zweitens: Die geplante Evaluierungsregelung zu Sozialpartnermodellen (SPM) wurde noch einmal geändert (Paragraf 30a Evaluierung BetrAVG). Das Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS) untersucht schon 2027, ob die bAV-Verbreitung aufgrund der vorgesehenen Öffnung von SPM erkennbar gestiegen ist. Sollte sich die Zahl der Beschäftigten, die an einem SPM teilnehmen, bis dahin gegenüber 2025 nicht verdoppelt haben, muss die Bundesregierung den gesetzgebenden Körperschaften bis zum 31. März 2028 geeignete Maßnahmen vorschlagen, damit allen Unternehmen und ihren Beschäftigten der Zugang zu einem SPM eröffnet wird. Ursprünglich sollte die Evaluierung erst 2030 stattfinden.

Das BRSG 2.0 enthält rund 30 rechtliche Einzelmaßnahmen, erinnert Thomas Kaulisch. Der bAV-Ausbau auf freiwilliger Basis sei mit 52 Prozent Teilnahmequote noch nicht ausgereizt, so der BMAS-Fachabteilungsleiter. „Daher ist eine verpflichtende Teilnahme aktuell keine Option“, so Kaulisch auf der Handelsblatt-Tagung. Zentral seien jetzt die Öffnung tariflicher bAV-Systeme und Verbesserungen bei der steuerlichen Förderung. Arbeitsrechtlicher Kern des BRSG 2.0 ist die Weiterentwicklung des SPM. Kaulisch: „Die reine Beitragszusage soll mehr in die Breite kommen.“ Pionierarbeit leisteten dazu die Energiewirtschaft, Chemie/Pharmazie und der Bankenbereich, aber auch die Bodenverkehrsdienste, deren für allgemeinverbindlich erklärter Tarifvertrag weiteren Unternehmen das Andocken an das SPM erleichtert.

Noch im alten Jahr hatten weitere Unternehmen an bislang schon vorhandene SPM angedockt: Beim SPM für die Privatbanken, das vom BVV Pensionsfonds des Bankgewerbes betreut wird, dockten zum 1. Oktober 2025 drei weitere Banken für ihre insgesamt rund

600 Mitarbeiter an: PSD Bank Hessen-Thüringen, PSD Bank Nürnberg sowie die PSD Bank Rhein-Ruhr. Und auch das Chemie-SPM bekam Zuwachs. Seit 1. Januar 2026 können rund 5.500 Beschäftigte der Kunststoffverarbeitenden Industrie (KVI) in Hessen zwischen dem Chemie-Pensionsfonds der R+V sowie der Zielrente Chemie der Höchster Pensionskasse wählen. Sozialpartner des neuen SPM-Tarifvertrages sind die IG BCE Hessen-Thüringen und der Arbeitgeberverband Chemie und verwandte Industrien für das Land Hessen. Alle SPM dürfen sich künftig auch für nicht-tarifgebundene Unternehmen öffnen, so das Gesetz. Sie werden für alle offen sein, die in den Zuständigkeitsbereich der abschließenden Gewerkschaft fallen, sofern beide Sozialpartner dem zustimmen.

„Ich bin froh, dass mit dem Gesetz viele sinnvolle Maßnahmen zur sozialpolitisch notwendigen Stärkung der bAV auf den Weg gebracht wurden, auch wenn wir uns eine etwas ambitioniertere Reform gewünscht hätten“, sagt Beate Petry, Vorstandschefin der ABA. Der Verband begrüßt unter anderem die Verbesserungen bei der Geringverdienerförderung, die neuen Möglichkeiten von Optionsmodellen auf betrieblicher Ebene, die flexibleren Bedeckungsvorschriften bei Pensionskassen und die leicht verbesserten Anschlussmöglichkeiten bei SPM. Die leichte Anhebung der zustimmungsfreien Abfindungsgrenze führt zudem zu einer Entbürokratisierung bei den Unternehmen. „Mit der Festlegung konkreter Zielgrößen und klarer Konsequenzen für die Evaluierung des SPM 2027 unterstreicht der Gesetzgeber seine Erwartungen“, so Petry. Gleichwohl wäre ihr eine Verdreifachung oder gar Vervierfachung der SPM-Beteiligtenzahlen gegenüber 2025 als Ziel lieber gewesen, „denn selbst dann lägen die Mitgliederzahlen in SPM noch unter 200.000“, begründet Petry.

Größter Wermutstropfen im BRSG 2.0: Die Neuerungen dürfen offenbar kein zusätzliches Staatsgeld kosten – außer bei Geringverdienern, die in den Genuss höherer Förderung als bisher kommen sollen (nach Paragraph 100 EStG) – allerdings erst mit einem Jahr Verspätung zum 1. Januar 2027. Die Geringverdienerförderung, eine arbeitgeberfinanzierte bAV, gibt es bereits seit dem ersten BRSG 2018. Dadurch erhalten Arbeitgeber bislang maximal 288 Euro je Jahr, wenn sie 960 Euro in einen Betriebsrentenvertrag einzahlen. Dieser Förderbetrag soll mit dem BRSG 2.0 auf 360 Euro je Jahr steigen. Damit sind dann 1.200 Euro Arbeitgeberbeiträge durch die Förderung begünstigt. Gleichzeitig steigt 2027 die Einkommensgrenze für die Definition der Geringverdiener. Bislang gilt ein starres Monatseinkommen von 2.575 Euro als Obergrenze. Damit ist die Gefahr verbunden, dass im Zuge von Gehaltserhöhungen ein Teil der Begünstigten aus der Förderung herausfällt. Daher soll ab 2027 eine Kopplung an die Beitragsbemessungsgrenze (BBG) in der Rentenversicherung erfolgen. Das mindert den Anpassungsbedarf bei den

Förderberechtigten und senkt den jährlichen Aufwand der Unternehmen. Die neue Grenze liegt außerdem deutlich höher. Wäre die Regelung schon 2026 wirksam, würden Arbeitnehmer bis 3.042 Euro Monatseinkommen als Geringverdiener gelten (drei Prozent von 101.400 Euro Bruttoeinkommen pro Jahr, die als BBG gilt).

Beate Petry sieht die Geringverdiener-Förderung damit auf dem richtigen Weg. Noch besser wäre es allerdings, „wenn auch der Förderbetrag für die Arbeitgeber erhöht würde“. Der Fördersatz bleibt aber weiterhin bei 30 Prozent. Andere Experten halten ohnehin weitere gesetzgeberische Aktivitäten für erforderlich. So plädieren die im Institut der Versicherungsmathematischen Sachverständigen für Altersversorgung (IVS) organisierten 900 Fachleute dafür, in einem BRSG 3.0 administrative Änderungen vorzunehmen, wie mehr Flexibilität bei Garantien und der Kapitalanlage gerade in der Rentenphase, die Fortsetzung der geplanten Frühstart-Rente nach dem 18. Lebensjahr durch Öffnung für Beiträge der Arbeitgeber und das Verhindern der Zersplitterung von mehreren bAV-Anwartschaften ein und desselben Arbeitnehmers.

Die im Eberbacher Kreis organisierten Arbeitsrechtler schlagen gar einen brachialen bAV-Neustart vor. Das neue Gesetz könne keine flächendeckende Ergänzung der gesetzlichen Rente bewirken. Die im Gesetz angelegte Hoffnung, dass sich tarifungebundene Unternehmen freiwillig dauerhaft einem Altersversorgungs-Tarifvertrag in SPM unterwerfen, sei unrealistisch. „Wir brauchen mehr Mut zu Reformen im Dreisäulensystem“, betont auch Petry. Gefordert wird eine solide, generationengerechte Alterssicherung mit einem dualen Kern aus gesetzlicher und betrieblicher Altersversorgung. Ob die Rentenkommission dies hinbekommt, ist schon angesichts ihrer Besetzung und Zielsetzung fraglich. Immerhin ist durch die steigende Beitragsbemessungsgrenze der gesetzlichen Rentenversicherung 2026 eine höhere bAV als 2025 möglich, sofern die Einzahlungen entsprechend dynamisiert werden – siehe Tabelle.

### Mehr Chancen auf Betriebsrente durch höhere BBG<sup>1</sup> 2026

Parameter	2025	2026
BBG	8.450	8.050
SV-freie Entgeltumwandlung (4%)	338	322
steuerfreie Entgeltumwandlung (8%)	676	644
maximaler gesetzlicher Arbeitgeberzuschuss (15%) <sup>2</sup>	50,70	48,30
Bezugsgröße	3.955	3.745
Mindestbetrag für Entgeltumwandlung AN (p. a.)	296,63	234,06
GKV-Freibetrag für Betriebsrentner <sup>3</sup>	197,75	187,25

Angaben pro Monat

1) Beitragsbemessungsgrenze in der gesetzlichen Rentenversicherung

2) bei maximaler Dynamisierung der Entgeltumwandlung durch Arbeitnehmer

3) nur für Pflichtversicherte in gesetzlicher Krankenversicherung

Quelle: Sozialversicherungsrechengrößen-Verordnung 2026; © portfolio institutionell







## Goldrichtige Kapitalanlage

*Mitten in Hamburg entdeckte Patrick Eisele in einer Altersvorsorgeeinrichtung einen Goldschatz. Gut gehütet wird dieser von Frank Oliver Paschen und Andreas Müller.*

Als „die mit dem Gold“ ist in der institutionellen Community die Pensionskasse (Eigenschreibweise: PENSIONSKASSE) der Hamburger Hochbahn bekannt. Eine goldene Nase verdient sich der VVaG derzeit aber auch mit anderen Real Assets. An Grenzen stößt die Pensionskasse dagegen bezüglich Regulatorik und interner Ressourcen.

**Herr Paschen, Herr Müller, wie lief für die Altersvorsorgeeinrichtung das Jahr 2025?**

**Frank Oliver Paschen:** 2025 hervorragend zu nennen, ist fast untertrieben. Die Märkte, die unsere Anlagen repräsentieren, sind super gelaufen. Wir haben in unserem Masterfonds unter anderem Minenaktien – Gold und Industriemetalle – die exorbitant gut gelaufen sind. Die Jahresperformance des Masterfonds liegt bei über 20 Prozent. Zudem halten wir im freien Vermögen physisch 500 Kilogramm Gold, das eben-

falls deutlich an Wert zulegen und hohe stille Reserven aufbauen konnte.

Dank dieser Anlagen können wir es gut verschmerzen, wenn eines unserer Rentendmandate oder unsere wenigen Schuldscheine nur zwei oder drei Prozent erwirtschaftet haben. Sehr geholfen hat uns, dass wir zwar eine große Immobilienquote haben, aber keine Immobilienfinanzierung gemacht haben.

**Andreas Müller:** Mit Ausnahme von 2022 waren für uns jedoch alle Jahre seit Corona

sehr positiv, wenn es auch nicht in diesem Ausmaß der Fall war.

Ganz schlecht kann es auch zuvor nicht gelaufen sein. Die Pensionskasse betreibt nämlich bereits seit über 100 Jahren bAV. Da könnte man allerdings vermuten, dass es deutlich mehr Aus- als Einzahlungen gibt und das Trägerunternehmen längst nicht mehr existiert.

**Müller:** Dem ist nicht so. In der Regel können wir die Renten größtenteils aus den Beiträgen bezahlen und für den Rest genügen die Erträge unserer Immobilien und Schuldscheine.

**Paschen:** Die Hamburger Hochbahn Aktiengesellschaft, unser Hauptträgerunternehmen, ist nicht nur existent, sondern sogar auf Expansionskurs. Das

Die **Pensionskasse der Hamburger Hochbahn**, ein VVaG, weist einige Spezialitäten auf. Dazu zählen die Eigenschreibweise (PENSIONSKASSE), dass sie eine von ihrem maßgeblichen Trägerunternehmen rechtlich und räumlich getrennte Gesellschaft bildet, dass es sich um eine geöffnete Pensionskasse handelt, dass sie über 100 Jahre alt ist oder auch nicht zuletzt die Strategische Asset-Allokation. Diese setzt für eine Pensionskasse sehr stark auf Real Assets. Neben Immobilien handelt es sich hierbei um Gold und Rohstoffe.

Verantwortlich für die Assets der circa 12.500 Versicherten sind Vorstand **Frank Oliver Paschen** und **Andreas Müller**, Leiter des Bereichs Finanzen/Stab, Teil der erweiterten Geschäftsleitungsebene und zuständig für die URCF, also die unabhängige Risikokontrollfunktion. Paschen kam 2018 von der Dresdener Pensionskasse nach Hamburg, Müller ist bereits seit 2004 Mitarbeiter der Altersvorsorgeeinrichtung des zweitgrößten Verkehrsunternehmens Deutschlands.

Gefordert sind die beiden darin, immer die richtige Balance zu finden: Dies betrifft das Luxusproblem, im Preis überschießende Assets immer wieder auf das richtige Maß zu trimmen, und mit den begrenzten internen Ressourcen auskommen zu müssen. Mit einer Kapitalanlage im Marktwert von etwa 600 Millionen Euro fühlt man sich aber groß genug, um den ständig steigenden regulatorischen Anforderungen gewachsen zu sein und effektive Verwaltungs- und Kostenstrukturen aufzuweisen.

Verkehrsnetz wird ständig ausgebaut und somit steigen Jahr für Jahr der Mitarbeiterbestand sowie auch die Beitragszahlungen. Wir sind eine wachsende Pensionskasse mit einer relativ jungen Altersstruktur.

Von der Hamburger Hochbahn stammen 98 Prozent der Beiträge. Ein maßgebliches Trägerunternehmen zu haben hilft in Zeiten wie 2018 – als es der Pensionskasse nicht ganz so gut ging wie heute – leichter über Zuschüsse zu verhandeln. Das ist viel schwieriger, wenn sich mehrere Träger einigen müssen.

**Sehen Sie eine Gefahr in der Digitalisierung? Könnte zum Beispiel „autonomes Fahren“ zu weniger Beitragszahlern führen?**

**Paschen:** Ich gehe davon aus, dass die Hochbahn ein personalintensives Unternehmen bleibt. Trotzdem ist vorstellbar, dass KI und Automatisierungen zu einem geringeren Personalbedarf führen.

**Müller:** Absehbar ist zumindest mit Blick auf die Alterspyramide, dass die Zahl der Erwerbstätigen insgesamt zurückgehen wird und die Zahl der Rentner steigt. Hinzu kommt die Langlebigkeit. Diese Entwicklung dürfte aber auch dazu führen, dass

nehmende, die sich für einen Berufswechsel und eine Tätigkeit im ÖPNV entscheiden.

**Dann zahlen diese Arbeitnehmer aber auch viel weniger Jahre lang ein? Hat dies eine Relevanz für das ALM?**

**Müller:** Die zunächst einmal größere Relevanz hat dies für die Mitglieder der Pensionskasse. In der Altersvorsorge gilt nach wie vor, dass man nie zu früh mit ihr beginnen kann.

Eine Relevanz für das ALM kann hieraus sicherlich später auch erwachsen, sofern die Beitragszahlungen längerfristig stagnieren oder gar zurückgehen. Aktuell entsteht hier, wenn man sich die Verpflichtungsseite sowie die Struktur der Kapitalanlagen anschaut, jedoch noch keine Thematik, welche ein besonderes Augenmerk oder gar ein steuerndes Eingreifen erfordert. Zudem reden wir ja auch in einem solchen Fall immer noch von einer deutlich zweistelligen Zahl an beitragspflichtigen Jahren.

**Angestellte des ÖPNV sind keine Spitzenverdiener. Haben darum im ESG-Kanon soziale Kriterien für die Pensionskasse ein höheres Gewicht?**

*„Wir halten im freien Vermögen physisch 500 Kilogramm Gold, das hohe stille Reserven aufbaute.“*

Frank Oliver Paschen

Beiträge in die Pensionskasse für die Anspruchsberechtigten immer mehr an Bedeutung gewinnen.

**Demografisch fällt bei den Angestellten der Hochbahn auf, dass es nicht nur ein paar 100jährige gibt, sondern auch, dass es ab der Kohorte 30 bis 34 Jahre nach unten hin dünner wird.**

**Müller:** Die Hochbahn ist für viele Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter nicht die erste Berufsstation. Es sind oft mittelalte Arbeit-

**Paschen:** Nachhaltigkeit ist aus Sicht des Trägerunternehmens natürlich ein wesentlicher Punkt. Zur Finanzierung der Verkehrswende emittierte die Hochbahn beispielsweise auch Green Bonds. Dementsprechend haben auch wir eine Nachhaltigkeitsstrategie und erfüllen dabei nicht nur regulatorische Anforderungen. Soziales heben wir aber nicht hervor, sondern betrachten alle drei Aspekte ganzheitlich. Unter sozialen Gesichtspunkten kann man in der heutigen Zeit sicherlich als kleine

Besonderheit hervorheben, dass der Arbeitgeber nicht nur eine Entgeltumwandlung macht, sondern den gleichen Beitrag wie der Arbeitnehmer leistet. Das ist für die Mitarbeitenden attraktiv. In der Tat ist die Betriebsrente beispielsweise für die Mitarbeitenden im Fahrdienst ein wichtiger Baustein für die Altersvorsorge, dessen Bedeutung künftig eher noch zunehmen wird.

**Zur Kapitalanlage: Dank einer Sondergenehmigung fährt die Pensionskasse eine Immobilienquote von 35 Prozent – und hat den Zinsanstieg trotzdem gut verkraftet.**

**Wie geht das?**

**Paschen:** Wir haben keine Projektfinanzierungen gemacht. Was wir teils schon seit Jahrzehnten – und mit entsprechenden planmäßigen Abschreibungen – haben, sind 15 eigene Immobilien. Kernnutzungsarten sind Wohnungen und Büros. In 2025 kam noch ein Kita-Gebäude hinzu, das sich im Bedarfsfall auch anderweitig nutzen lässt. Die Objekte im Eigenbestand haben bislang nie stille Lasten aufgewiesen.

Um diese direkt gehaltenen Immobilien, die ausschließlich im Hamburger Raum liegen, kümmert sich unsere eigene Immobilienabteilung. Zur Diversifikation haben wir noch drei Immobilienfonds in die Kapitalanlage aufgenommen ...

**... von denen sich ein Logistikfonds in der Abwicklung befindet.**

**Paschen:** Der Fonds befindet sich immer noch in der geordneten vorzeitigen Abwicklung. Mit Blick auf die jetzige Marktphase schließe ich eine weitere Verlängerung der Abwicklungsfrist nicht aus.

**Wie hat sich der Zinsanstieg auf das Rentenportfolio ausgewirkt?**

**Paschen:** Hier kam es auch bei uns, wie eigentlich überall in der Branche, zu stillen Lasten. Im Gesamtportfolio haben wir den Zinsanstieg aber nicht so stark wie andere Kapitalanleger verspürt, da wir sehr Sachwert-orientiert unterwegs sind. Diese Real Assets halfen uns, den Zinsanstieg zu kompensieren.

**Müller:** Unseren Rentendirektbestand haben wir in der Niedrigzinsphase sehr weit

abschmelzen lassen und dafür unsere Fixed-Income-Anlage mehr auf den Spezial-AIF fokussiert. Gerade in der Niedrigzinsphase konnte man eher über aktives Management Geld verdienen. Den Zinsanstieg haben wir genutzt, um unseren Rentendirektbestand wieder aufzustocken. Inzwischen haben wir hier wieder acht Titel, von denen sechs im Tresor liegen.

Hierzu kommen die zuvor erwähnten Immobilien. Zudem haben wir dank unserer guten Ausstattung mit Risikokapital einen weiteren Schwerpunkt auf Aktien und Rohstoffe gelegt. Letztere beiden Asset-Klassen haben in den vergangenen Jahren sehr gut performt.

**Paschen:** Bezüglich des Masterfonds kann man die Frage stellen, ob dessen Kosten gerechtfertigt sind. Schließlich wäre man auch mit ETFs und einem mit Schuldscheinen gefüllten Tresor relativ gut gefahren. Wir sind aber trotz der Kosten nach wie vor Freunde eines aktiven Asset Managements. Der Erfolg unseres Masterfonds gibt uns Recht.

**Längerfristig gut gefahren wäre man auch mit Private-Market-Assets. Mit Blick auf die Struktur des Mitarbeiterbestands und den derzeitigen Markt könnte man noch ein Private-Equity-Programm starten.**

**Paschen:** Das haben wir uns überlegt. Wenn man eine strategische Quote aufbauen kann, ist Private Equity eine interessante Asset-Klasse. Derzeit fällt aber wie bei Immobilien die Preisfindung schwer. Vor allem ist aber Private Equity keine wirklich gute Ergänzung zu dem, was wir bereits haben. Wir haben schon viel illiquide Assets und kratzen immer wieder an der Risikokapitalquote von 40 Prozent. Für Private Equity müssten wir also erst einmal andere Assets veräußern.

Ebenfalls limitiert sind wir bei unseren internen Ressourcen. Unsere Aufgabe ist die Manager-Selektion und das Verstehen von deren Anlageansätzen. Diese müssen sich auch gut ergänzen. Interne Anlagekompetenz haben wir für unseren in Hamburg und Umgebung gelegenen Immobilienbestand. Diesen managen wir selbst. Unsere Immobilienabteilung zählt

fünf Mitarbeitende und insgesamt sind wir für die Kapitalanlage neun Mitarbeitende.

**Viel Expertise hat die Kasse aber auch zu Edelmetallen und Rohstoffe. Warum und wie investieren Sie in diese Assets?**

**Paschen:** Mein Vorgänger Dr. Joachim Streit hegte große Zweifel am Fortbestand des Finanzsystems. Um einen realen Gegenwert zu schaffen, investierte er in eine Goldreserve. Gerade im vergangenen Jahr 2025 wurde Gold seinem Ruf als Krisenwährung gerecht.

Trotz des Preisanstiegs auf 4.400 Dollar die Unze zum Jahresende hat sich unsere Meinung zu Gold im aktuellen Umfeld

**Paschen:** Oft sieht man unsere Pensionskasse als „die mit dem Gold“. Das ist nicht falsch, aber mittlerweile haben wir den Goldbestand reduziert und sind heute deutlich breiter und diversifizierter aufgestellt, im Rohstoffsegment beispielsweise auch in Industriemetalle.

**Wie investieren Sie in diese Rohstoffe?**

**Paschen:** Aktuell über drei Publikumsfonds für Minenaktien. Die liefern sehr gut, beziehungsweise fast schon zu gut. Trotz der Erhöhung der Risikokapitalquote auf 40 Prozent, stoßen wir ständig an diese Grenze. Es ist ärgerlich, wenn die Regulatorik Anlageerfolg ausbremst.

*„Dank unseres Risikokapitals haben wir einen weiteren Schwerpunkt auf Aktien und Rohstoffe gelegt.“*

Andreas Müller

nicht geändert. Wir sehen Gold inzwischen allerdings eher als „Versicherung“ in einem komplizierten und schwierigen weltpolitischen Umfeld. Ob es im Worst-Case-Szenario wirklich noch handelbar wäre und der Pensionskasse somit weiterhelfen würde, möchten wir lieber nicht ausprobieren müssen.

**Müller:** Wir haben schon länger Gold physisch im Bestand. Im Zuge des Vorstandswechsels 2018 haben wir begonnen, die Risiken im Edelmetall- und Rohstoffbereich anders zu verteilen. Da es für die Energiewende und die Klimaziele Industriemetalle wie Silber, Kupfer, Zink oder Nickel und verschiedene Energierohstoffe braucht, haben wir zu deren Gunsten das physische Gold etwas abgebaut.

Es mag sein, dass keine andere Pensionskasse oder kein Versicherer zum Rohstoffsektor exponiert ist wie wir. Bei Vermögensverwaltern finden sich allerdings ähnliche Quoten. Wir fühlen uns auf jeden Fall mit unserer Allokation wohl.

**Sie könnten die Öffnungsklausel in Anspruch nehmen.**

**Müller:** Das machen wir nicht. Das Risiko von Rohstoffaktien ist unterschiedlich zu dem von klassischen Aktien und wenn nun wie geschehen ein Fonds im Jahr 130 Prozent gemacht hat, dann können wir das nicht endlos weiterlaufen lassen. Ohne Bestandsbereinigungen würde die Gewichtung zur Gesamtanlage nicht mehr stimmen. Es braucht in der professionellen Kapitalanlage eine gewisse Gewichtung von einzelnen Asset-Klassen und auch von Einzelrisiken.

**Große Anleger, die dauernd verkaufen, sind bei Publikumsfonds nicht besonders beliebt.**

**Müller:** Bei diesen Publikumsfonds sind wir deren größter Anleger. Die Fondsmanager verstehen uns und unsere aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen. Sie haben gewusst, worauf sie sich mit uns als Kunde einlassen müssen.



Da wir ein langjähriger Kunde sind, ist unser Austausch zudem fast so intensiv wie bei einem Spezialmandat.

Wenn beispielsweise ein Abverkauf an Goldminenfonds-Anteilen durchzuführen ist, haben wir uns schon vorab auf Zeiträume und Tranchen verständigt. Wir sind da partnerschaftlich unterwegs. Regelmäßige persönliche Gespräche mit dem Fondsmanagement erhöhen zudem auch unsere Expertise. Diese benötigen wir zwingend für das Monitoring.

jeglicher Diskussion. Hier lassen wir nicht mit uns reden!

#### **Was kann die Pensionskasse zu ökologischen und sozialen Verbesserungen beim Minenbetrieb beitragen?**

**Müller:** Wie erwähnt haben wir einen engen Draht zum Fondsmanagement. Als aktive Fondsmanager sind diese regelmäßig vor Ort, womit wir wiederum einen gewissen indirekten Einfluss ausüben können – und das machen wir auch.

## *„Unsere Aufgabe ist die Manager-Selektion und das Verstehen von deren Anlageansätzen.“*

Frank Oliver Paschen

**Das Monitoring dürfte insbesondere die Nachhaltigkeit betreffen. Aspekte wie unter anderem Entwaldung, Kinderarbeit und Korruption betreffen das E, das S und das G in ESG.**

**Müller:** Bei einem Rohstoff-Vehikel handelt es sich sogar um einen Artikel-8-Fonds, was zugegebenermaßen in diesem Bereich nicht ganz einfach ist. Dieser Fonds investiert vor allem in größere Gesellschaften. Man sollte erkennen, dass diese Rohstofffonds zur Förderung der Basismetalle beitragen, ohne die eine Energiewende nicht möglich ist. Wichtig ist für uns, dass wir keine Anlage außen vorlassen, weil sich noch kein ESG-Label hat.

**Paschen:** Ohne Silizium oder Silber gäbe es keine Solarmodule. Dieser Industriemetalle-Fonds und der Goldminenfonds verhindern zwar die Einordnung unseres Masterfonds nach Artikel 8 der EU-Offenlegungsverordnung. Es wäre aber verkehrt, zwei unserer erfolgreichsten Positionen aus Gründen der ESG-Regulierung abzugeben und dadurch die Rendite für die Versicherten zu verschlechtern. Am Ende sind wir eine soziale Einrichtung. Themen wie Kinderarbeit sind für uns jedoch außerhalb

Wir wissen, dass das S in ESG heute eine viel größere Rolle spielt. Häufig sind die Minenbetreiber in den betreffenden Regionen nicht nur der größte Arbeitgeber, sondern auch Sponsor von Schulen und kulturellen Einrichtungen. Auch auf das E wird heute viel mehr geachtet. Das betrifft den Abbau aber auch die genutzte Energieform. Kein Anleger und sicherlich auch kein Minenbetreiber kann es gut finden, wenn die Natur durch den Minenbetrieb unnötig zu Schaden kommt.

Wie ESG-kritisch ein Minenbetrieb ist, ist auch eine Frage der Förderbedingungen. Einer unserer Fondsmanager pflegt gern zu sagen, dass im Rohstoffbereich die Low hanging Fruits alle schon gepflückt sind. Der Aufwand, um an die Rohstoffe ranzukommen, wird also immer größer. Dies gilt es zu bedenken und beachten.

#### **Das sollte zu weiter steigenden Rohstoffpreisen führen. Wie kann man aber erkennen, ob beispielsweise Gold teuer oder günstig ist? Was gibt es an Kennzahlen?**

**Müller:** Erst im Rückblick weiß man sicher, ob etwas teuer oder günstig war. Vorausblickend sollte man bei Minenaktien die

Förderkosten mit dem Rohstoffpreis in Relation setzen. Diese Spanne ist in den letzten Monaten weit auseinandergegangen, was zu sehr hohen Cashflows geführt hat.

Nur weil bei Rohstoffen keine Rendite draufsteht, sind diese nicht per se risikoreicher. Eine risikolose Kapitalanlage gibt es mittlerweile nicht mehr. Wichtig ist, dass man die Risiken vollständig erfasst, versteht und bewertet. Zudem muss man wissen, wie es um die eigene Risikotragfähigkeit – auch in schlechten Zeiten – bestellt ist.

Unsere hohe Sachwert-Quote weist gewisse Risiken in einem Umfang auf, den man tragen können muss. Wir haben Risiken bei Immobilien, physisch gelagertem Gold und Aktien. Diese Risiken sind unterschiedlich und meiner Meinung nach nicht über Gebühr umfangreicher als bei anderen Kapitalanlagen.

**Paschen:** Bei Immobilien orientiert man sich an Mietrendite, Bodenrichtwerten, Leerständen oder den Fremdkapitalkosten. Ob diese Kennziffern aber den Markt wirklich stets repräsentieren? Derzeit finden Angebot und Nachfrage kaum zusammen.

#### **Aber die Käufe von Zentralbanken und die Zahl der Hochzeiten in Indien dürften Ihnen für Ihr Gold-Risikomanagement nicht reichen.**

**Paschen:** Wir unterhalten uns wöchentlich über Gold und machen eine Gesamtschau: Wer kauft wo und wie viel? Wie groß ist das förderfähige Volumen? Wie beeinflusst die Geopolitik den Goldpreis? Da gibt es eigentlich kein Teuer oder Günstig. Mag sein, dass man 2018 Gold bei einem Preis von 1.400 Dollar als teuer angesehen hat. Heute sagen wir, dass die Geopolitik Gold noch weiter verteuern wird. Mit einem Preisanstieg wie in 2025 rechnen wir allerdings nicht.

**Müller:** Für die Kapitalanlagen braucht es eine Meinung und ein Weltbild. Diese Meinung muss ich ständig hinterfragen. Wir sehen bei Gold und Rohstoffen die Risiken, für uns ist aber die dahinterstehende „Story“ weiterhin intakt. Deshalb haben wir derzeit keinen Anlass, unsere Anlagestrategie zu ändern. Glücklicherweise ist für uns, dass wir heute nicht mehr über einen Einstieg nachdenken müssen. Wir haben diese

Positionen – und zwar mit Reserven, mit denen es sich gut leben lässt.

**Paschen:** Die Goldreserven im freien Vermögen weisen hohe stille Reserven auf. Wir wären schlecht beraten, wenn wir diese ohne Not veräußern würden.

#### Auch Staatsanleihen gelten als sicherer Hafen. Stellen die wieder attraktiven Renditen ein Risiko für Gold dar?

**Müller:** Eher im Gegenteil: Ein wesentlicher Grund für die Renditen ist ja die steigende Staatsverschuldung. Es ist fraglich, ob der politische Wille besteht, die Verschuldung wieder zu senken. Solange dies nicht der Fall ist, ist Gold keine völlig falsche Entscheidung.

#### Warum investieren Sie nicht über ETC-Fonds in Gold?

**Müller:** Diesen Weg gehen wir nicht mehr. ETC-Fonds sind bei Seitwärtsbewegungen wegen der Kosten eine teure Variante. Physisch in Goldbarren sowie über Goldminenaktien und Rohstoffaktien zu investieren ist für uns ein ausreichender Zugang. Da brauchen wir auch keinen dritten Weg mehr.

#### Die physische Lagerung kostet aber auch.

**Paschen:** Das stimmt. Wir haben Lagerungskosten und mit dem Goldpreis steigende

Versicherungskosten. Diese Kosten belaufen sich über den Daumen gepeilt auf einen Barren pro Jahr. Diese Kosten hat jedoch auch ein ETC und wir sehen sie angesichts der Wertentwicklung als nicht ganz so kritisch.

#### Reportet der Masterfonds auch den Goldpreis?

**Müller:** Sicherungsvermögen und freies Vermögen, in dem sich physisches Gold befinden muss, sind klar getrennt. Wir haben aber täglich im Blick, was 500 Kilogramm in Euro wert sind.

#### Diversifiziert eine Kupfermine zu Kupfer? Sind Minenaktien nicht einfach nur ein gehebeltes Rohstoff-Exposure?

**Müller:** Minenaktien schlagen in der Regel stärker als die jeweiligen Rohstoffe aus. Minenaktien sind auch sensitiv gegenüber dem breiten Aktienmarkt. Allerdings fördern viele Minen nicht nur einen Rohstoff. Beispielsweise ist Silber oft nur ein „Beifang“ der Kupfer-, Zink- oder Nickelförderung. In der Regel werden in einer Mine verschiedene Rohstoffe gefördert. Und die Aktiengesellschaften, in die wir über Publikumsfonds investieren, sind da breit aufgestellt.

#### Sind auch Agrarrohstoffe ein Thema?

**Müller:** Nein. Agrarrohstoffe kommen für uns schon aus ESG-Gründen nicht in Frage. Mit dem Hunger anderer Menschen Profit zu machen, widerspricht unserer Anlagephilosophie.

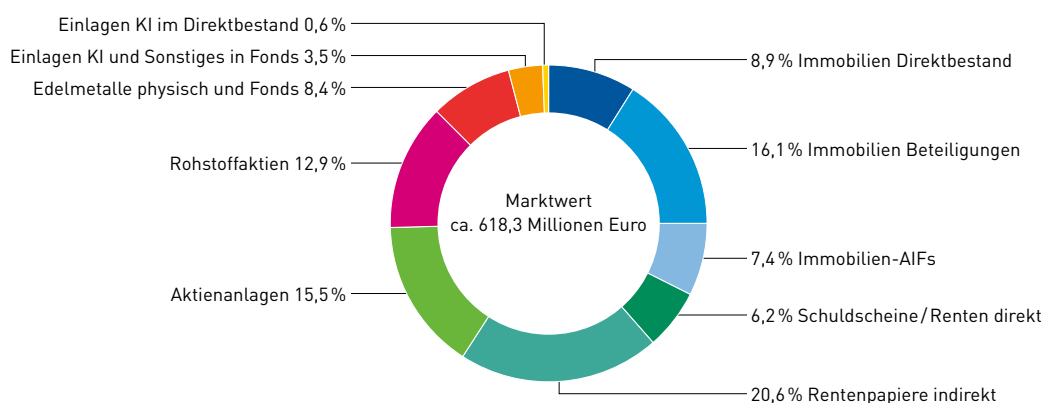
Außerdem: Neben dem Risiko-Blickwinkel müssen wir – wie schon erwähnt – auch unsere eigenen Ressourcen berücksichtigen. Wir haben hier kein 10-Mann-Team für die Kapitalanlage. Darum müssen wir Schwerpunkte legen und lagern das Asset Management in der Regel an aktive Asset Manager aus.

#### Und Krypto-Assets? Diese könnte man wegen des energieaufwändigen Mining-Prozesses und der Annahme von Knappheit als Rohstoffe sehen.

**Paschen:** Kryptos sind für uns nicht interessant. Wir wollen das dahinterstehende Geschäftsmodell verstehen und da liegt für uns bei Krypto-Assets vieles im Dunkeln. Die Volatilität ist auch nicht nach unserem Geschmack.

**Müller:** Hinter unseren Kapitalanlagen stehen physisch greifbare Gegenstände wie ein Unternehmen und dessen Produktionsstätten, Gebäude oder Goldbarren. Hinter Kryptos steht aber nur ein Versprechen. Sobald viele Anleger an dieses Versprechen nicht mehr glauben, wird aus diesem ein Problem.

### Aufteilung Kapitalanlagen gesamt (inklusive Fondsmandate)



Stand: 30.09.2025

Quelle: Pensionskasse der Hamburger Hochbahn; © portfolio institutionell

# Seit 2007 der wichtigste Tag für institutionelle Investoren

11. März 2026

portfolio institutionell Awards und Jahreskonferenz

[awards.portfolio-institutionell.de](https://awards.portfolio-institutionell.de)





**Amundi**  
Investment Solutions



 **EDMOND  
DE ROTHSCHILD**

 **GENERALI  
INVESTMENTS**

  
**hazelview**  
INVESTMENTS

  
**Insight**  
INVESTMENT

**METZLER**  
*Capital Markets*

**Morgan Stanley**

 **NATIXIS**  
INVESTMENT MANAGERS

 **PGIM**

 **PineBridge®**  
INVESTMENTS  
A MetLife Investment Management Company

**20**  
2007 2026  
**JAHRE**  
AUSGEZEICHNETE  
EXZELLEENZ

  
**PORTFOLIO  
INSTITUTIONELL  
AWARDS  
2026**



 **Principal**  
Asset Management™

 **STATE STREET**  
INVESTMENT MANAGEMENT

 **Universal**  
Investment

**WELLINGTON  
MANAGEMENT®**



Bild: Stockphoto

Private Kreditgeber spielen in der Fondsfinanzierung eine zunehmend wichtige Rolle. Daher ist es nicht überraschend, dass private Fondsfinanzierungen ein Wachstumsmarkt sind, der von Rekord zu Rekord eilt. Völlig selbstverständlich vergeben Investoren über Fonds zum Beispiel kurzfristig Kredite an PE-Fonds im Aufbau. Welche Formen der Fondsfinanzierung es sonst noch gibt, beleuchtet der erste Beitrag der Titelstory.

Infolge stetiger Zuwächse hat sich die Kreditvergabe durch Private-Debt-Fonds als alternative Finanzierungsoption etabliert. Für den, der sich darin auskennt, klingt das alles ganz selbstverständlich. Doch viele institutionelle Investoren suchen erst noch den Einstieg in Private Debt. Wie der gelingen kann, beleuchten wir im zweiten Teil.



## Kassieren mit Fondsfinanzieren

Von Jochen Hägele

**Manager von Private-Equity- und anderen Privatmarktfonds nutzen in ihrem Anlageprozess zunehmend Finanzierungen auf Fondsebene. Immer häufiger stellen private Kreditfonds diese Kredite zur Verfügung. Für deren Investoren eröffnen solche Fondsfinanzierungen ein breites Spektrum an Anlagemöglichkeiten und Diversifikation, die über das klassische Direct Lending hinausgeht.**

Fremdkapitalfinanzierungen sind ein wichtiger Bestandteil des Investment-Ökosystems illiquider Anlagen wie Private Equity (PE). Das gilt natürlich für die Debt-Ausstattung der einzelnen Unternehmen innerhalb eines PE-Portfolios. Aber auch auf Portfolioebene spielen Fondsfinanzierungen eine wichtige Rolle. Während diese Kredite früher ausschließlich über Banken liefen, drängen seit Jahren immer mehr private Kreditfonds in das Geschäft mit den Fondsfinanzierungen. Die kapitalsuchenden Fonds profitieren als Kreditnehmer von flexibleren Konditionen, ihren institutionellen Investoren wiederum bieten die Kreditfonds ein vielschichtiges Anlagespektrum mit einem differenzierten Ertrags-Risiko-Profil.

Innerhalb der Fondsfinanzierungen gibt es große Unterschiede, gemeinsam ist den verschiedenen Finanzierungsarten aber ihre breit gespannte Besicherung, die sie etwa vom Direct Lending unterscheidet. Die kurzfristigen Subscription-Line-Finanzierungen nutzen Fonds in der Frühphase des Portfolioaufbaus etwa zur Vorfinanzierung von Asset-Käufen. Als Besicherung dienen dabei die Kapitalzusagen der Limited Partners (LPs). Beim NAV Financing kommen meist länger laufende Kredite in der Spätphase des Fondszyklus zum Einsatz. Sie ermöglichen den General Partners (GPs), Assets über die Investmentperiode hinaus zu halten, Portfo-

liofirmen weiterzuentwickeln und Erträge zu optimieren. Die Besicherungsgrundlage ist dabei der Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV) des Portfolios. Beim GP-Financing wiederum stellen Kreditfonds das Kapital den GPs selbst zur Verfügung. Besichert ist diese Finanzierung über die bestehenden Co-Investments der GPs. Grundsätzlich kommen Fondsfinanzierungen in verschiedensten illiquiden Strategien zum Einsatz, in Fokus stehen aber bei NAV- und GP-Finanzierungen in aller Regel Private Equity Buyouts.

Dass private Kreditgeber in der Fondsfinanzierung eine zunehmend wichtige Rolle spielen, liegt zum einen an der regulatorisch bedingten Zurückhaltung der Banken. Auch die Suche der GPs nach maßgeschneiderten Finanzierungen spricht oft gegen klassische Bankangebote. Dazu kommt, dass mit der Schwäche der Exit-Märkte auch der Finanzierungsbedarf der Fonds gerade in der Spätphase ansteigt. Mit dem Trend hin zu längeren Haltedauern nimmt grundsätzlich der Bedarf der Fondsmanager an speziellen Finanzierungslösungen zu. Genau diese individuellen und flexiblen Kreditbausteine liefern private Kreditgeber, auch wenn sie unterm Strich höhere Zinsen verlangen als die Banken.

Private Fondsfinanzierungen sind ein Wachstumsmarkt. Zur Marktentwicklung heißt es beim Private-Equity-Berater Rede Partners: „Noch vor zehn Jahren galten Subscription-Line-Finanzierungen oft als aggressive Fondsmanagement-Technik. Heute sind sie in fast 90 Prozent aller Private-Equity-Fonds Standard.“ GPs, die diese Möglichkeiten nicht nutzen, müssten sich heute sogar eher kritischen Fragen der LPs stellen. Rede erwartet, dass künftig auch NAV-Finanzierungen bei Private-Equity-Fonds ähnliche Bedeutung haben wie heute die Subscription-Line-Finanzierungen.

In der Frühphase der Portfoliokonstruktion kommt das Subscription-Line-Financing – oft auch Subline oder Capital Call Financing genannt – zum Einsatz. Diese Finanzierungen dienen der kurzfristigen Bereitstellung von Kapital für Investments und dem Aufbau von Leverage, erklärt Jules Koekkoek, Portfoliomanager für Private ABS und Infrastructure bei Aegon. Der niederländische Vermögensverwalter vergibt solche Kredite an institutionelle Geldgeber seit 2018 und hat vor kurzem auch einen Luxemburger Raif-Fonds aufgelegt, der als Evergreen-Vehikel ein Investment-Grade-Risiko-profil mit Krediten kurzer Laufzeiten bieten soll. Die Sublines ermöglichen es Fondsmanagern unter anderem, den kurzfristigen Kapitalbedarf zu decken, bevor man die Kapitalzusagen der LPs abrufen. So können sie Unternehmenskäufe kurzfristig tätigen, auch wenn sie das dazu benötigte Kapital ihrer Anleger erst beim nächsten Call-Termin einziehen können. Diese günstige und kurzfristige Fremdkapitalaufnahme ist für GPs meist attraktiv, da der Zinssatz in der Regel niedriger ist als die Anlagerendite des Fonds.

### Subscription-Line-Finanzierung für Kurzfrist-Kapitalbedarf

Der Markt für Sublines umfasst nach Schätzungen von Aegon rund 500 Milliarden Dollar. Zum Vergleich: Der Euro-High-Yield-Markt kommt auf gerade einmal 400 Milliarden Euro. Allerdings ist der Subline-Markt noch weitgehend in der Hand der Kreditinstitute: „Banken dominieren nach wie vor und machen etwa 95 Prozent des Finanzierungsvolumens“, sagt Portfoliomanager Koekkoek. Doch da der Markt wächst und die Banken sich tendenziell zurückziehen, haben private Kreditgeber seiner Meinung nach viel Spielraum zur Expansion. Gerade im Zusammenspiel mit Banken könnten private Subline-Geldgeber punkten. Denn Banken suchen oft Finanzierungspartner, die nicht mit ihnen konkurrieren, wenn es um Cross-Selling-Möglichkeiten geht, erklärt der Aegon-Portfoliomanager: „Wir ergänzen die Banken – wir konkurrieren nicht mit ihnen und bieten auch keine Zusatzdienstleistungen wie M&A an.“ Treten die Fonds als Co-Finanzierer auf, dann ist ihr Kredit auf derselben Besicherungsstufe mit dem Bankkredit.

Die kurzfristigen Kredite werden mit den Kapitalzusagen der Fondsinvestoren (LPs) besichert. Der Fonds ersetzt den Kredit in der Regel beim nächsten Capital Call durch das abgerufene LP-Kapital. Die Laufzeit der Einzelkredite liegt im Schnitt unter einem Jahr und weist ein Kreditrisiko von AA bis A auf. Mit ihrer kurzen Laufzeit und starker Besicherung unterscheiden sich die Loans deutlich vom Direct Lending, wo Einzelkredite in der Regel unterhalb von Investment Grade angesiedelt sind. Als Ertragserwartung nennt Koekkoek etwa 165 bis 225 Basispunkte über dem Drei-Monats-Euribor-Satz. „Investoren schätzen die kurze Laufzeit und die hohe Bonität der Finanzierungen in Verbindung mit attraktiven Renditen“, so der Portfoliomanager. „Capital-Call-Finanzierungen bieten Diversifikation gegenüber

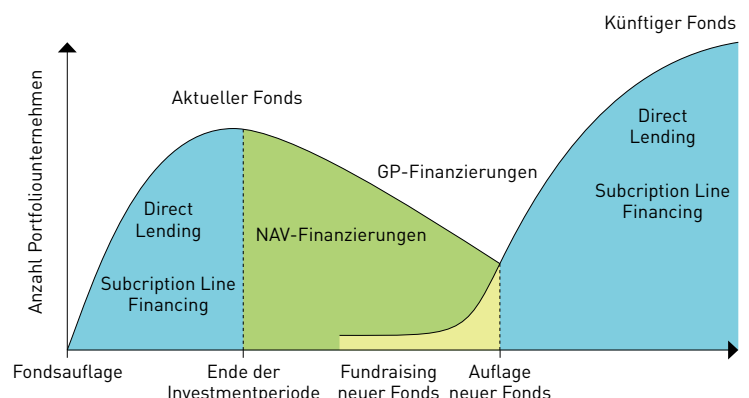
traditionellem Fixed Income mit ihrem breiten Kredit-Exposure zu den LPs“, sagt Koekkoek. Mit ihren qualitativ hochwertigen, laufenden Erträgen wenden sich die Subscription-Line-Fonds insbesondere an Anleger, die höherrentierliche Erträge für ihre Cash-Anlagen suchen. Die Struktur sei besonders für Investoren aus dem Solvency-Regime attraktiv, so Koekkoek, da die Solvency-II-Kapitalanforderungen von der Bonität und der Laufzeit abhängen.

### Höherer Investitionsgrad dank NAV-Kreditlinie

Im Gegensatz zu Subscription-Line-Finanzierungen in der Portfolio-Frühphase treten die NAV-Finanzierungen erst nach der eigentlichen Investitionsphase auf den Plan. Diese längerfristigen Kredite stellen auf den gesamten NAV der Portfolio-Unternehmen ab. Die übliche Loan-to-Value-Ratio (LTV) liegt bei klassischen NAV-Finanzierungen bei fünf bis 25 Prozent. Dabei sichern sich die Kreditgeber die ersten Exit-Erlöse zur Ablösung ihres Kredits. Wenn der GP etwa von zehn noch gehaltenen Unternehmen die ersten verkauft, wird mit dem Erlös zuerst die NAV-Finanzierung zurückgeführt. „Aus Sicht des Kreditgebers reichen also meist ein bis zwei Exits, um die Finanzierung komplett zurückzuführen“, so Jürgen Breuer, Leiter NAV Financing & GP Solutions Origination in Europa bei Pemberton. „Das Risiko, das der Kreditgeber eingeht, bleibt damit überschaubar.“ Insgesamt handle es sich also um diversifizierte Portfolios mit moderatem Beleihungsgrad.

Das Prinzip unterscheidet sich deutlich vom Direct Lending, bei dem jede Finanzierung auf das einzelne Unternehmen abstellt und meist im Non-IG-Bereich bei BB+ oder darunter liegt. „Die Diversifizierung im Direct Lending kommt über die Zahl der Portfoliounternehmen“, sagt Breuer. Da sei es auch möglich, dass irgendwann der Equity-Wert des einzelnen Unternehmens nicht mehr die Fremdkapitalfinanzierung deckt, so der Pemberton-Experte: „Bei NAV-Financing erfolgt dagegen eine Querbesserung der Finanzierung durch das ganze Portfolio.“ Einen wichtigen

### Fondsfinanzierungen eröffnen neue Anlagemöglichkeiten



Quelle: Pemberton/eigene Darstellung; © portfolio institutionell

Treiber für den Zuwachs an NAV-Finanzierungen sieht der Experte in der gestiegenen durchschnittlichen Haltedauer der Portfoliounternehmen in Privatmarktfonds: „Früher hatte ein PE-General-Partner am Ende der Investmentperiode vielleicht vier bis fünf Portfoliofirmen, die er noch weiterentwickeln musste, um sie zu verkaufen. Heute sind das oft mehr als zehn Unternehmen.“ Die Folge: Am Ende der Investmentperiode brauchen GPs oft noch weiteres Kapital, um die Unternehmen weiterzuentwickeln, Add-on-Akquisitionen durchzuführen oder ein weiteres Plattformunternehmen zu kaufen. Zugleich steht für solche Investitionen kein LP-Kapital mehr zur Verfügung. „Der GP muss also entweder große Teile des Fondsvermögens für die zusätzlichen Investitionen zurückhalten“, so Breuer, „oder er nutzt eine NAV-Finanzierung.“ Den GPs bietet NAV Financing damit deutliche Effizienzvorteile: Statt LP-Commitments zurückzuhalten, können sie voll investieren, weil sie in der Post-Investment-Periode eine Finanzierung bekommen, die auf den Portfolio-NAV abstellt. Die Kreditnehmer kostet diese Finanzierung meist etwa 450 bis 500 Basispunkte Zinsmarge. Im Gegenzug kann der GP sein zugesagtes LP-Kapital voll zum Einsatz bringen und den Portfolioertrag optimieren. Breuer: „Das ist die eigentliche Grundidee bei NAV-Finanzierungen.“

Anders als eine Subscription-Line- wird eine NAV-Finanzierung oft von einem Kreditgeber komplett dargestellt. Zwar sei es denkbar, dass Fonds und Banken sich bei großen Krediten zusammenschließen, so Breuer. „Wir strukturieren viele Kredite aber anders; deshalb kommen Fonds und Banken da selten zusammen.“ Zudem bestehe das Angebot der Private-Lending-Fonds an die PE-Fonds gerade darin, dass man statt mehrerer Banken nur einen Partner mit institutionellen Geldgebern habe. Damit werde es zwar etwas teurer, aber auch einfacher und flexibler. „Deshalb hat die Fondsfinanzierung zuletzt so rasch Marktanteile gewonnen“, so Breuer.

Eine der Besonderheiten ist die Ausgestaltung der Zinskupons: Denn GPs wollen den Cashflow des Fonds in der Regel nicht mit laufenden Zinszahlungen belasten. Der Zins wird daher oft gerollt und die aufgelaufenen Zinserträge werden aus den ersten Exit-Erlösen gezahlt. Mit dem Rest wird der Kredit zurückgeführt. NAV-Kreditgeber erhalten damit nicht jedes Quartal eine konstante Zinszahlung. Anders als Fonds machen Banken üblicherweise keine solchen PIK-Kupons (Payment in kind), sondern bestehen auf Cash-Kupons. Auch bei den Laufzeiten und dem Abrufen der Kreditlinien sind private NAV-Fonds oft flexibler als Banken.

Wenn der NAV eines Portfolios sinkt und der Loan-to-Value (LTV) in Richtung 35 Prozent steigt, definieren die Covenants oft ein Default-Ereignis. Der GP muss dann Exits vorziehen, um den LTV wieder zurückzuführen. Doch so weit kommt es selten: „Um den Covenant zu reißen, müsste schon sehr viel passieren“, so Breuer. In den eigenen Beständen habe man bislang noch keinen Ausfall auf ausstehende NAV-Loans gehabt und die Wahrscheinlichkeit sei aufgrund der Konstruktion auch extrem gering. Die externen

Ratings, die man für die eigenen NAV-Transaktionen erstellen lässt, liegen sämtlich im Investment Grade, erklärt Breuer. Auf Fondsebene hat ein NAV-Financing-Fonds zudem etwa acht bis zehn Finanzierungen und hinter jeder Finanzierung stehen wieder acht bis zehn Einzelunternehmen. „Sie haben im Fonds also 80 bis 100 Portfoliounternehmen, und für jedes Einzelinvestment haben Sie den Portfolioeffekt“, so Breuer. Ein weiterer Punkt: Im Gegensatz zu den Kreditgebern beim Direct Lending investieren NAV-Finanzierer in Firmen, die schon jahrelang im Bestand des PE-Fonds sind und die dem Kreditgeber damit erlauben, die tatsächliche Performance in die Risikoanalyse einzubeziehen, während man im Direct Lending die Erreichbarkeit des Geschäftsplans nur auf Basis historischer Performance schätzen kann. NAV-Financing hat im Vergleich zu Subscription Line Financing höhere Ertragsziele. Die meisten Investoren verorten NAV-Financing im klassischen Direct-Lending-Bucket ihrer SAA. „Wir liegen bei einer Bruttorendite von sieben bis neun Prozent, also auf einem Level mit Midmarket-Senior-Loan-Direct-Lending-Strategien“, so Breuer, allerdings bei größerer Diversifikation aufgrund der breiten Besicherung.

### GP-Finanzierungen als Alternative zu Secondary-Verkäufen

Im Chance-Risiko-Spektrum gehen GP-Finanzierungen deutlich über die NAV-Fondsfinanzierungen hinaus. Hier vergeben Fonds einen direkten Kredit an den GP. Als Collateral dient folglich nicht der Nettoinventarwert eines Fonds, sondern die bestehenden Beteiligungen, die der GP im Rahmen seines GP Commitments in seinen früheren Fondsjahrgängen eingegangen ist. GP-Finanzierungen kommen etwa zum Einsatz, wenn dem GP die Liquidität für die Darstellung der Kapitalabrufe für seine Beteiligung an bestehenden Fonds fehlt, etwa weil die Rückflüsse aus der Realisierung von Beteiligungen früherer Fonds nicht in ausreichendem Maße geflossen sind. GP-Finanzierungen können damit eine Alternative zu GP-geführten Sekundärmarktverkäufen sein. Das Kapital kann der GP auch für ein höheres eigenes Commitment für einen neuen Fondsvintage nutzen. „Immer mehr GPs wollen auch Kapital generieren, um Wettbewerber zu kaufen oder eine neue Strategie aufzusetzen“, so Breuer. Auch der Rückkauf von GP-Stakes, die ein GP in der Vergangenheit zur Generierung von Wachstumskapital verkaufte, lässt sich über NAV-Finanzierungen auf GP-Ebene darstellen. Weitere strategische Anwendung ist die Förderung des Generationswechsels. Die Teilhabe an einer Finanzierung gegen die historischen Co-Investments erlaubt es jüngeren Partnern und Managern, mit der Zeit GP-Anteile aufzubauen.

Das Risiko-Rendite-Profil ist bei GP-Finanzierungen deutlich offensiver ausgerichtet: „Hier kommt man ebenfalls auf gut diversifizierte Portfolios, aber es geht oft um Wachstumsfinanzierungen mit einer LTV-Ratio von bis zu 65 Prozent“, erklärt Breuer. Mit dem höheren LTV steigt auch die Renditeerwartung weiter an, zwölf bis 14 Prozent Bruttorendite seien durchaus realistisch. Damit bewegen sich Investoren hier auch eher im Preferred-Equity-Bereich.



## *Sprungbrett in Private Debt*

*Von Tobias Bürger*

**Das Interesse institutioneller Anleger an Private Debt reißt nicht ab. Doch wie steht es um den Zugang? Wer bietet Hilfestellung? Und was braucht man, um erfolgreich in Kredite zu investieren. Eine Anlaufstelle sind Rechtsberater und spezielle „Plattformen“.**

Die Vergabe von Unternehmenskrediten ist Sache von Banken und Sparkassen! Die Zeiten, in denen diese geradezu selbstverständliche Aussage Gültigkeit hatte, sind längst vorbei. Seit geraumer Zeit entwickelt sich abseits des öffentlichen Bankenlagers ein dynamischer Markt für nicht-börsennotierte Fremdfinanzierungen – und mit ihm die Anlageklasse Private Debt.

Infolge stetiger Zuwächse hat sich die Kreditvergabe durch Private-Debt-Fonds als alternative Finanzierungsoption etabliert, wie Zahlen des Datenspezialisten Preqin zeigen. Belieben sich die Private Debt Assets under Management zu Beginn des Jahrtausends noch auf deutlich unter 100 Milliarden Dollar, sollen sie gegen Ende dieses Jahrzehnts die Marke von 2,6 Billionen US-Dollar übersteigen. Dass sich das Private-Credit-Geschäft weiterhin dynamisch entwickelt, hat nach Angaben von Emmanuel Deblanc mehrere Gründe. Laut dem CIO Private Markets bei M&G Investments wird die Nachfrage unter anderem getragen vom Wunsch der Investoren nach Diversifikation, laufenden Erträgen und dem Floating-Rate-Charakter der Anlagen.

Die Bereitstellung von Fremdkapital durch Nichtbanken hat sich nach Einschätzung von Michael Theurer, Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank, in den vergangenen Jahren zu einer wichtigen Finanzierungsquelle für die Realwirtschaft entwickelt.

„Unternehmen, die keinen Zugang zu traditionellen Bankkrediten oder öffentlichen Anleihemärkten haben – etwa aufgrund ihres Risikoprofils oder ihrer Größe – wenden sich zunehmend an Private-Debt-Fonds und andere alternative Kreditgeber“, hob Theurer im Oktober in einer Rede hervor, bei der Fragen der Risikoprävention im Zentrum standen.

### **USA sind führend in puncto Private-Debt-Fonds**

Wenn von Private Debt die Rede ist, dann verbirgt sich dahinter höchstwahrscheinlich ein General Partner (GP) aus den USA. Laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich werden bislang fast 90 Prozent des Privat-Debt-Kreditvolumens von amerikanischen Private-Debt-Fonds gehalten, gefolgt von Europa. Nach deutschem Recht werden hingegen bislang nur wenige Private-Debt-Fonds aufgelegt, wie Bundesbankvorstand Theurer in seiner Rede zu bedenken gab.

Das Vermögen deutscher Kreditfonds liege bei weniger als 0,5 Prozent des von deutschen Banken finanzierten Kreditvolumens. „Ein Grund dafür mag sein“, so der Bundesbankvorstand, „dass die Kreditvergabe durch Fonds in Deutschland erst seit rund zehn Jahren möglich ist.“ Das bedeute aber natürlich nicht, „dass Private Debt in Deutschland und Europa keine wichtige Rolle spielt, denn europäische und außereuropäische Fonds vergeben hierzulande Kredite. Unternehmen des Euroraums erhalten sogar den Großteil der Private-Debt-Finanzierungen von außereuropäischen Fonds. Und klar ist auch: Wir erwarten ein weiteres Wachsen von Private Debt in Europa.“ Wie die Rede des Bundesbankvorstands außerdem gezeigt hat, stehen sich Private Debt und der traditionelle

Bankensektor nicht wie zwei Säulen ohne Berührungspunkte gegenüber. Vielmehr ist das Gegenteil der Fall: eine zunehmende Verflechtung beider Seiten. Banken können ebenso direkt wie indirekt mit dem Private-Debt-Markt verwoben sein. Sie finanzieren Fonds, halten Fondsanteile und haben möglicherweise Forderungen gegenüber Unternehmen, die auch von Private-Debt-Fonds Mittel erhalten. „Verflechtung im globalen Finanzsystem kann zwar grundsätzlich auch stabilisierend wirken, aber sie birgt immer auch das Risiko von Ansteckungseffekten“, erinnerte Theurer. Mahnende Worte gab es zuletzt auch von der Eiopa. Die Aufsichtsbehörde warnte im Dezember vor systemischen Risiken durch Private-Credit-Investitionen von Versicherungen und Pensionskassen. Sie gab zu bedenken, dass sektorale und geografische Klumpenrisiken bei mangelnder Risikosteuerung die mit der Anlageklasse verbundenen Vorteile der Diversifizierung zu überlagern drohten.

### So gelingt der Einstieg in Private Debt

An der Kreditvergabe im weitesten Sinne führt in den Portfolien institutioneller Anleger schon länger kein Weg vorbei. Wie die jährliche Investorenfrage des Bundesverbands Alternative Investment (BAI) im vergangenen Jahr gezeigt hat, sind insbesondere Investments in das Segment Corporate Private Debt mit einem Anteil von zuletzt 72 Prozent weit verbreitet. Vor wenigen Monaten gab beispielsweise die Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder (VBL) die Vergabe von zwei Mandaten für europäisches Infrastrukturfremdkapital in Höhe von insgesamt 1,5 Milliarden Euro bekannt. Über die Mandate in Höhe von jeweils 750 Millionen Euro konnten sich Allianz Global Investors und die zu Blackrock gehörenden Global Infrastructure Partners freuen.

Doch eine solche Erfolgsmeldung, wie die VBL sie veröffentlicht hat, kommt nur selten vor. „Viele institutionelle Investoren suchen erst noch den Einstieg in Private Debt“, sagt Ralf Rosenbaum, Sprecher der Geschäftsleitung der Bayern-Invest Luxembourg. Private-Debt-Fonds sind für Rosenbaum und sein Team Tagesgeschäft. Das Unternehmen ist auf die Verwaltung Alternativer Investmentfonds (AIFs) spezialisiert, verfügt über eine Erlaubnis als Alternative Investment Fund Manager (AIFM) und übernimmt die vollständige regulatorische Verantwortung für institutionelle Investmentvehikel, einschließlich des Portfoliomanagements.

Auch die Fondsspezialisten von Universal Investment sind in Luxemburg präsent. Das Großherzogtum bildet damit neben Deutschland und Irland den dritten Standort der Gruppe. Und ebenso wie die Bayern-Invest bietet auch Universal Investment eine spezialisierte „Plattform“ an, genau genommen eine „Open-Architecture-Plattform“. Universal Investment Luxembourg ist laut der Prüfungs- und Beratungsgesellschaft PWC der größte AIFM in Luxemburg. Markus Bannwart, Area Head of Alternative Investments & Structuring, umreißt das Geschäft im Redaktionsgespräch so: „Als Service-KVG oder als Third Party AIFM bieten wir den

regulatorischen Rahmen für einen Fonds. Und wir liefern die Services innerhalb der Open Architecture, die der Kunde wünscht.“ An dem Gespräch mit Markus Bannwart nahm auch Markus Weiss teil. Er ist Department Head Capital Markets & Fund Structuring bei Universal Investment und beschäftigt sich mit Themen rund um die Strukturierung von Investmentvehikeln.

### Fondsvehikel für GPs aus Übersee

Grundsätzlich unterscheidet man in dem Geschäft zwei Kernfunktionen: Das sind das Risikomanagement und das Portfoliomanagement – die Aufgaben eines AIFM. „Und regulatorisch muss der AIFM eine der beiden Kernfunktionen hauptverantwortlich ausführen, eine kann er an einen geeigneten Dritten delegieren“, sagt Markus Bannwart von Universal Investment. „Wir behalten in der Regel das Risikomanagement und delegieren das Portfoliomanagement, wenn der Kunde das wünscht. Aber natürlich können wir auch diese Aufgabe übernehmen.“

Häufig verfügen Fondsinitiatoren, zum Beispiel Asset Manager aus dem englischsprachigen Raum, über die notwendigen regulatorischen Anforderungen, um die Funktion des Portfoliomanagers des Fonds zu übernehmen. Abseits der Kernfunktionen ergänzen Nebenfunktionen wie zum Beispiel die Administration, die Buchhaltung des Fonds, die Transfer- und Registerstelle und das Reporting, die Plattform. Darüber hinaus wird die Verwahrstelle an die Plattform angebunden. „Unsere Kunden können die Dienstleister rund um den Fonds frei wählen, oder sie können weitestgehend alles aus einer Hand von uns bekommen. Das ist es, was wir mit ‚Open Architecture‘ beschreiben“, definiert Area Head of Alternative Investments & Structuring bei Universal Investment, Markus Bannwart, das Set-up.

Im Redaktionsgespräch gibt er zu bedenken, dass institutionelle Anleger in der Regel innerhalb der Plattform keine Funktion wahrnehmen wollen, sondern über ihre Plattform – im Sinne von Fonds/Fondsvehikeln – Strategien verwirklichen. Es geht aber auch anders. „Insbesondere Versicherungsgesellschaften verfügen über eigene Asset-Management-Einheiten, welche die notwendigen Anforderungen zur Ausübung des Portfoliomanagements erfüllen. Insofern steht es der Versicherungsgesellschaft frei zu entscheiden, ob sie das Portfoliomanagement auf einer Plattform übernehmen möchte“, berichtet Bannwart.

### Fondsservices aus einer Hand am Standort Luxemburg

Luxemburg hat sich in den vergangenen Jahren als Standort für Alternative Investmentfonds fest etabliert. „Wir haben hier eine Aufsicht, die kooperativ, aber durchaus auf sehr fordernde Art mit uns agiert“, lobt Rosenbaum seine Aufseher. „Die Fondsbranche ist für das Großherzogtum Luxemburg eine Kernindustrie und hat somit eine besondere Bedeutung“, erklärt er weiter. Ebenso wie

Universal Investment bietet auch die Bayern-Invest Luxemburg Fondsservices aus einer Hand an. „Als Initiator müssen Sie bei der Zusammenarbeit mit uns für keine wesentlichen Kernprozesse etwas extern zukaufen“, bewirbt Rosenbaum die Luxemburger Plattform. „Wir bieten alle Funktionen an und sichern damit von Front to Back alle Abläufe bis hin zum Reporting ab.“

Rosenbaum vertritt den Standpunkt, dass spezialisierte Plattformen ein Schlüsselfaktor für den Erfolg von Private-Credit-Strategien sind. „Die Entwicklung der Kapitalmärkte zeigt mir, dass man spezialisiert sein muss“, sagt er und schneidet das Thema Geschwindigkeit an. „Früher hat man in relativ kurzer Zeit über Investitionen in illiquide Investments entschieden. Das funktioniert so heute nicht mehr. Die regulatorischen Anforderungen steigen kontinuierlich und wirtschaftliche Risiken werden ebenfalls größer. Das wirkt sich entsprechend auf die Prüfungsschritte zum Erwerb von illiquiden Investments aus. Als institutioneller Anleger müssen Sie daher einen spezialisierten Anbieter haben, der sämtliche Anforderungen – regulatorisch wie operativ – abdecken kann“. Die Bayern-Invest deckt eine sehr breite Wertschöpfungskette ab, „diese haben wir entlang den Kundenanforderungen weiterentwickelt“, so Rosenbaum. „Unsere Anleger, die ein hohes Maß an Risikoaversion haben, schätzen dies sehr.“

### Brainstorming für den optimalen Einstieg

Das zeigt aber auch, wie komplex die Materie ist. Insofern kann man die These in den Raum stellen, dass Anleger an Grenzen stoßen, wenn es um die Auswahl geeigneter Plattformen und Strukturen geht. Markus Weiss kommentiert die Gemengelage so: „Nehmen wir einmal an, der institutionelle Anleger, das Versorgungswerk, die Pensionskasse, das CTA, hat eine Investmentidee und will in Kredite investieren. Die erste Frage, die sich stellt, lautet: An welchem Standort soll ich eine Plattform auflegen? In Deutschland? In Luxemburg? Mit dieser Eingangsüberlegung fängt

die Komplexität an.“ Markus Weiss argumentiert, die originäre Aufgabe institutioneller Anleger bestehe darin, das anvertraute Vermögen bestmöglich auf dem Kapitalmarkt anzulegen, um Renditen zu erwirtschaften, um ihre Verpflichtungen bedienen zu können. Insofern liegt der Fokus stark auf der Asset-Seite. „Es ist nicht selten, dass ein Anleger nach Unterstützung fragt, um eine Art Entscheidungs-Matrix zu bilden, um auf der Grundlage aller Informationen und noch unabhängig von der Frage nach der Strategie, die zum Einsatz kommen soll, sich für ein Domizil zu entscheiden.“

Im Raum steht dabei auch die Frage nach dem richtigen Partner, so Weiss. Gepaart mit der Frage nach dem passenden Fondsdomizil, spielen aber auch investimentrechtliche, steuerrechtliche und aufsichtsrechtliche Fragestellungen eine wesentliche Rolle bei der Entscheidungsfindung. „Insofern würde ich die These nicht unbedingt unterschreiben, dass Anleger bei komplexen Fragestellungen an Grenzen stoßen können. Viele Investoren suchen vielmehr nach Expertenwissen, welches sie zum Beispiel bei einer erfahrenen KVG in weiten Teilen erhalten können.“

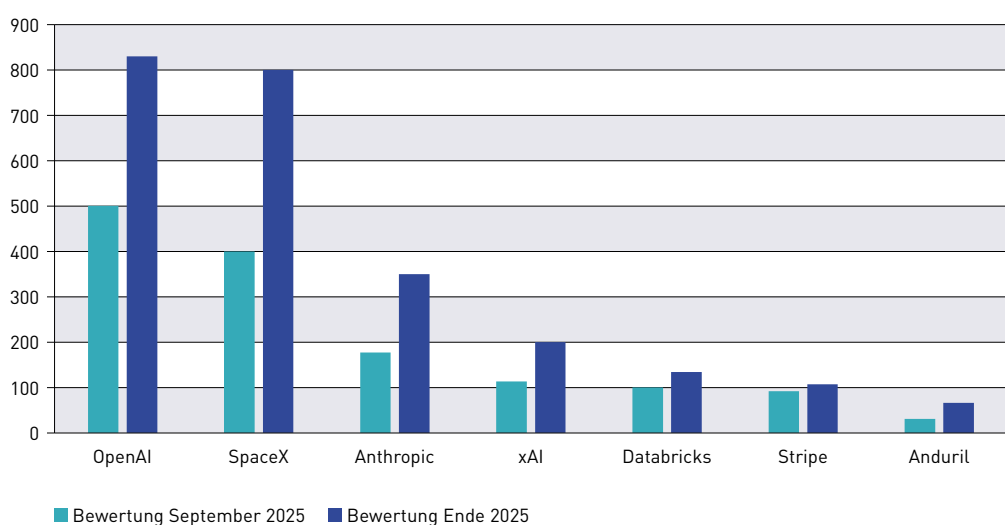
Gemeinsam mit dem Investor gehe es darum, die bestmögliche Schnittmenge herauszuarbeiten. „Es ist unsere Aufgabe, diese Information verständlich aufzubereiten“, sagt Weiss. „Den Überblick über die verschiedenen Strukturen – Deutschland, Luxemburg, Irland – liefern die Experten. Am Ende muss der Anleger gemeinsam mit seinen erfahrenen Partnern die Entscheidung in puncto Investmentstruktur treffen. Und auf dem Weg dahin, kommt der Anleger oft zu uns oder zu anderen Marktteilnehmern wie zum Beispiel Anwaltskanzleien, die ihm den Weg zunächst skizzieren und die Vor- und Nachteile aufzeigen.“

Auch Markus Bannwart hat nicht den Eindruck, dass institutionelle Investoren beim Thema Private Debt an Grenzen stoßen, sondern nach Unterstützung durch erfahrene Partner suchen. „Ein erfahrener AIFM ist hierbei ein guter Ansprechpartner.“





## Die Magnificent Seven der Private Markets spielen in einer eigenen Liga



Angaben in Milliarden Dollar

Quelle: Forge Global Holdings, eigene Recherche; © portfolio institutionell

### Das Epizentrum des Wachstums

Wir präsentieren: die Private Magnificent 7 – sie zählen zu den wertvollsten Unternehmen im Bereich der Private Markets. Firmen wie OpenAI und SpaceX bilden das Epizentrum des Wachstums und ziehen Rekordkapitalmengen an. Seit Anfang 2023 hat sich der Gesamtwert der sieben Unternehmen, die die Private Magnificent 7 bilden, von 264 Milliarden Dollar auf 1,2 Billionen Dollar im September 2025 mehr als vervierfacht. Doch das ist längst Schnee von gestern. Aktuelle Finanzierungsrunden trieben die Bewertungen weiter in die Höhe.



27. - 29. April 2026

Kap Europa • Frankfurt

## BAI Alternative Investor Conference (AIC)



**Prof. Dr. Dr. h. c. Lars P. Feld**

Direktor des Walter Eucken  
Instituts und Professor für  
Wirtschaftspolitik  
Universität Freiburg



**Prof. Dr. Florian Weigert**

Professor und  
Lehrstuhlinhaber für  
Finanzrisikomanagement  
Universität Neuchâtel



**Urs Wietlisbach**

Co-Founder Partners Group



**Prof. Dr. Thomas Mayer**

Gründungsdirektor des  
Flossbach von Storch  
Research Institut  
Honorarprofessor der Uni-  
versität Witten-Herdecke

27. April 2026 Pre-Event  
zu Recht & Regulierung

Get-together am  
28. April 2026 im WesthafenPier

### Dinner-Sponsor



**BNP PARIBAS  
ASSET MANAGEMENT**

Der nachhaltige Investor für eine Welt im Wandel

### Gold-Sponsoren



ASIA ALTERNATIVES

**BlackRock**



BLUE OWL

cee group



### Lunch-Sponsoren



SwanCap



FRANKLIN  
TEMPLETON

**GOLDING**



GT GreenbergTaurig



### Tages-Sponsoren



Schroders  
capital



STEPSTONE

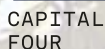


UNIGESTION



Universal  
Investment

### Badge-Sponsoren



CAPITAL  
FOUR



GENERALI  
INVESTMENTS

### Pre-Event-Sponsoren



Clifford  
Chance



McDermott  
Will & Schulte

### Get-Together-Sponsor



DZ PRIVATBANK

### Meeting-Lounge-Sponsor

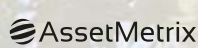


Federated  
Hermes  
Private Markets

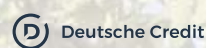
### Silber-Sponsoren



Aladdin  
by BlackRock



AssetMetrix



Deutsche Credit



EAAA  
Alternatives



HANSA INVEST



HAUCK &  
AUFHÄUSER  
FUND SERVICES



igneo  
Infrastructure  
Partners



LB&BW Asset Management  
Private Markets



MILL  
REEF  
CAPITAL



ODDO BHF  
ASSET MANAGEMENT



PRIME  
CAPITAL



wealthcap  
real asset & investment  
manager



CapitalDynamics  
TRULY INVESTED

INTREAL

### Wifi-Sponsoren



Torca  
ASSET MANAGEMENT AG

### Barista-Sponsor



BNP PARIBAS

### Smoothiebar-Sponsor



finance in motion  
ASSET MANAGEMENT

### Mit freundlicher Unterstützung



HAYFIN



YIELCO  
Investments

### Medienpartner



Absolut  
research

Börsen-Zeitung



CFA Society  
Germany



dpn  
DEUTSCHE PRIVATE  
INVESTMENT CONSULTING

INTELLIGENT INVESTORS



FONDS  
FRAUEN  
EMPOWERING  
WOMEN IN FINANCE



portfolio  
institutionell

VentureCapital

Die Registrierung ist bereits geöffnet!

Bei Fragen kontaktieren Sie bitte das Events-Team unter +49 228 969870 oder [events@bvai.de](mailto:events@bvai.de)



# GENERALI INVESTMENTS



aperture  
investors



GlobalEvolution

infranity



GENERALI  
REAL ESTATE

LUMYNA



Octagon

PEARLMARK™



Plenisfer

sosteneo  
Infrastructure Partners



sycomore  
am

## Eine Plattform von Vermögensverwaltern, mit einem breiten Portfolio von Fachkompetenzen.

Bei Generali Investments verwalten mehr als **2.200 Anlagespezialisten** ein Vermögen von über **632 Mrd. Euro** sowohl in liquiden als auch in illiquiden Anlageklassen. Generali Investments ist Teil der Generali Gruppe, einem der weltweit größten Versicherungs- und Vermögensverwaltungsunternehmen.

[www.generali-investments.com](http://www.generali-investments.com)

**Your Partner for Progress.**

Quelle: Generali Investments Holding S.p.A., Daten zum Ende des 2. Quartals 2025, ohne Doppelzählungen. Generali Investments Holding S.p.A. hält die Mehrheitsbeteiligung an jeder Vermögensverwaltungsgesellschaft. Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio ist die zentrale Vertriebsstelle und fungiert als Lead Multi-Channel, Multi-Client, Relationship Manager für das Angebot aller Gesellschaften der Generali Investments Plattform.