

portfolio institutionell

ZAHNSCHMERZEN IN BERLIN

Wie man ein Versorgungswerk halbiert

AWARDS

Leserpreis-Gewinnerin auf dem langfristigen Finanzierungspfad

INVESTMENT-STRATEGIE

Das Independent Sponsor Model als kurzfristigere Abkürzung

INVESTMENT-STRATEGIE

CLOs sind der Weg zu höheren und fristgemäßen Renditen



Anja Markert,
Gruppenleiterin
Kapitalmarktprodukte
bei Union Investment

Anpackendes Management

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

Erfahren Sie mehr unter
ui-link.de/aktivesmanagement

Wir arbeiten für Ihr Investment



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

 **Union
Investment**



Dank und Glückwunsch

Wenn Sie dieses Heft in den Händen halten, haben die portfolio institutionell Jahreskonferenz und die Awards einen Meilenstein erreicht: den Übergang vom Teenager hin zum 20-Jahres-Jubilar. Dass wir uns von den Anfängen in einem Düsseldorfer Keller bis hin zu einer großen Veranstaltung in der Bundeshauptstadt entwickeln konnten, verdanken wir vor allem Ihnen, liebe Investoren. Ohne Ihr Engagement wären 20 Austragungen nicht möglich gewesen.

Zu Ihren Teilnahmen an unseren Veranstaltungen wollen wir Sie aber auch beglückwünschen. Offenbar stellt nämlich schon die Teilnahme ein Qualitätsmerkmal dar. Von den Protagonisten der Kapitalanlagendebakel, von denen sich zu viele ereignet haben, kam es in zwei Dekaden nie zu einer Teilnahme an der Jahreskonferenz oder an den Awards! Somit haben also alle Gäste der Veranstaltung, ob mit oder ohne Awards-Gewinn, am 11. März etwas zu feiern.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen Ihr

Patrick Eisele
Chefredakteur



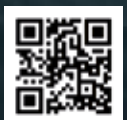
DJE – Dividende & Substanz

Ausgezeichnetes Risikomanagement – auch für institutionelle Investoren.



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

Individuelle institutionelle Lösungen
dje.de/dividende-und-substanz/insti



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 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 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.

NACHRICHTEN

Auftrieb – Investoren finden immer neue Wege in Infrastruktur	6
Agnes-Prozess – Schock für Speicher-Investments	8
Statistik – Das sind die finanzstärksten Stiftungen in Deutschland	8
„Kein Bedarf“ – Bafin legt Merkblatt zur „Einflussnahme“ ad acta	10
M&A-Markt – Schroders wird amerikanisch	10
Auf einen Blick – Personalien und Termine	11
portfolio Veranstaltungen – Leserpreis-Gewinnerin 2026 Susanna Adelhardt im Interview	12
portfolio Veranstaltungen – Jahreskonferenz-Keynote-Sprecher Robert Habeck im Interview	14

INVESTMENT-STRATEGIE

Rückblick auf das Aktienjahr 2025 – Wertsicherungskonzepte und die Abgründe einer V-Formation	16
Beteiligungsstrategie – Fun ohne Fund	20
Kreditpakete – Auf die Verpackung kommt es an	26
Mandatswechsel – Gütliche Trennung für mehr Performance	30

EXPERTENINTERVIEW

Schwellenländer – Emerging Outperformance	32
--	----

PENSIONS

Betriebsrenten – Wie moderne Versorgungszusagen im Mittelstand funktionieren	38
Rentenpaket – Neue Gesetze, alte Probleme	42

TITELTHEMA

Intro – Lehren aus dem VZB-Debakel	44
Irrweg – Wenn Zahnärzte zu Wagniskapitalisten werden	46
Investments – Zu Land, zu Wasser und in der Luft	50
Altersvorsorge – Mit Leitplanken gegen Geisterfahrer	52

RUBRIKEN

Impressum	6
# ESG	23
Chart-Kabinett	54

Investoren finden immer neue Wege in Infrastruktur

Im vierten Quartal 2025 gab die Debeka-Versicherungsgruppe bekannt, dass sie die KGAL Investment Management für den Aufbau und das Management eines gemischten Real-Asset-Portfolios mandatiert hat. Hierfür war die Auflage von zwei offenen Evergreen-Fonds mit insgesamt bis zu 400 Millionen Euro erfolgt. Ein Portfolio soll dabei mit dem Schwerpunkt auf die Erzeugung, Speicherung und Weiterverarbeitung von Erneuerbaren Energien einen Beitrag zu Klimaschutz und Energiesicherheit in Europa leisten. Das zweite Portfolio zielt auf Investitionen in sozial genutzte sowie nachhaltige Immobilien mit Fokus auf Deutschland ab.

Nun wurden die ersten Assets bekannt: Für das Portfolio investiert die KGAL einerseits in das Justizzentrum von Erfurt, einen Verwaltungs- und Gerichtsstandort des Freistaats Thüringen, und andererseits in den im Bau befindlichen Windpark „Loop“. Dieser liegt circa 75 Kilometer nördlich von Hamburg. Beide Objekte, so der Asset Manager, profitieren von langfristig gesicherten Cashflows und liefern somit stabile, nachhaltige Erträge. Weitere Akquisitionen sollen zeitnah folgen. Letzteres Investment erinnert an eine Transaktion der Allianz-Versicherungen: Allianz GI hatte vor kurzem in deren Auftrag eine Minderheitsbeteiligung von 20,25 Prozent am französischen Offshore-Windpark Îles d'Yeu et Noirmoutier vor der Westküste Frankreichs gekauft.

Eine Schiffsflotte für die Münchener Rück

Die Meag wiederum lässt mit einem Direktinvestment aufhören. Auch hier wird der Cashflow auf hoher See eingespielt. Konkret beteiligt sich der Vermögensmanager der Münchener Rückversicherung (Munich Re) und deren Tochter Ergo im Namen von Munich-Re-Einheiten an Fred. Olsen Windcarrier; das norwegische Unternehmen mit mehr als 170 Jahren Hochseeerfahrung ist im Bereich Offshore-Windturbineninstallation und dazugehörigen Dienstleistungen tätig. Der Asset Manager der Munich-Re-Gruppe strebt eine Beteiligung von 24 Prozent an. Das Gesamtinvestment soll sich laut der Meag auf einen dreistelligen Millionen-Euro-Betrag summieren.

Die Equity Story sieht, kurz umrissen, so aus: Fred. Olsen Windcarrier ist ein globaler Marktführer für den Transport, die Installation und die Wartung von Windkraftanlagen auf See, wie der Asset Manager erklärte. Für die kommenden fünf Jahre werde eine Verdopplung des globalen Offshore-Anlagenbestandes erwartet. Das sei getrieben durch die stark steigende Stromnachfrage und die Dekarbonisierung des Energiesektors. Das Unternehmen betreibt eine Flotte sogenannter Hubinselschiffe, die Turbinenkomponenten transportieren. Und seine Fachkräfte installieren diese auf hoher See. Fred. Olsen sei damit ein zentraler Bestandteil der globalen Energiewende.

Wer sich über soziale Infrastruktur informieren will, wird in einem neuen Report fündig: Mit „Soziale Infrastruktur: Eine Investition in die Zukunft“ haben CBRE und Hamburg Team eine umfassende Studie über die aktuellen Entwicklungen, Potenziale und Herausforderungen dieses Marktsegments veröffentlicht.

Darin meldet sich auch die Evangelische Zusatzversorgungskasse (EZVK) zu Wort. Denn die Darmstädter haben schon in verschiedene Segmente der sozialen Infrastruktur investiert. Den höchsten sozialen Impact attestiert der Report übrigens Schulen und Kitas. Diese rentieren mit 4,5 bis fünf Prozent. Felix Frankl, Head of Real Estate der EZVK: „Das oberste Ziel bei der Kapitalanlage ist es, für unsere Versicherten eine Rendite zu erzielen, die mindestens dem internen Rechenzins entspricht. Danach kommen die ESG-Kriterien. Je nach Gewichtung können wir eine geringere Rendite – jedoch immer mindestens der interne Rechenzins – akzeptieren, wenn beispielsweise soziale Aspekte erfüllt werden.“ *pe/tbü*

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),
Jens Kummer, 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

Ideas Happen Here™

Flexible
Anlagelösungen,
die Mehrwert
generieren.

Capital at risk



RBC BlueBay
Asset Management

Schock für Speicher-Investments

Um die Antragsflut an Netzanschlüssen für Speicher in konstruktivere Bahnen zu lenken, haben die vier großen deutschen Übertragungsnetzbetreiber einen Wechsel vom Windhundprinzip zu einem Reifegradverfahren angekündigt. Nun scheint den Netzbetreibern noch die Bundesnetzagentur zu Hilfe zu kommen. Durch die von ihr im sogenannten „Agnes-Prozess“ geplante Neuordnung des Netzentgeltsystems könnte die Antragsflut völlig austrocknen.

In einer gemeinsamen Erklärung an die Bundesnetzagentur kritisieren Unternehmen wie Statkraft, Trianel oder BKW, dass die in Paragraph 118 Absatz 6 EnWG geregelte Netzentgeltbefreiung in Frage gestellt werde. Dies sei „ein Schock für alle im Speicherbereich tätigen Investoren“. Die Regelung sieht vor, dass Speicher, die vor dem 4. August 2029 ans Netz gehen, für 20 Jahre von Netzentgelten befreit sind. Ohne diese Befreiung steht die Rentabilität von Batteriespeichern auf dem Spiel. Für Projektentwickler und institutionelle Investoren entstehe hier ein großes regulatorisches Risiko.

Warnung vor rückwirkendem Eingriff

Besonders kritisch für den Standort Deutschland allgemein ist, dass dieses regulatorische Risiko ein rückwirkender Eingriff wäre. Schließlich sind viele Batteriespeicherprojekte bereits in der Realisierung. Die Energieunternehmen warnen, dass mit dem Plan, alle Speicher mit Netzentgelten – zudem in unbekannter Art

und Höhe – zu belasten, bei einer Vielzahl bestehender, in Realisierung befindlicher und projektierte Speicher nachträglich in die Geschäftsgrundlage eingegriffen werde. Damit fehle es an Planungssicherheit. Laut dem Berater Enervis seien allein im Bereich Batteriespeicher Projekte mit rund 16 Gigawatt Leistung betroffen – also Investitionen in Milliardenhöhe. Sollte der Vertrauensschutz entfallen, drohen Projektstopps, Neubewertungen und erhebliche Auswirkungen auf Renditeerwartungen im Infrastruktursegment. Betroffen sind vor allem Speicherprojekte, die bis 2029 in Planung sind.

Amprion-Eigner sollen Ausstieg erwägen

Unzufrieden scheinen aber auch Investoren, die Anteile am Netzbetreiber Amprion halten. Wie Reuters Mitte Februar berichtete, erwägen die in der M 31 Beteiligungsgesellschaft versammelten Haupteigentümer von Deutschlands zweitgrößtem Stromübertragungsnetz offenbar den Verkauf von Anteilen an neue Investoren. Grund für die Überlegungen der Investoren sind den Angaben zufolge die explodierenden Kosten für die Modernisierung, Instandhaltung und Sicherung der europäischen Energienetze, so die Quellen der Nachrichtenagentur. Größte Eigentümergruppe von M 31 ist die Ärztliche Beteiligungsgesellschaft, ein Zusammenschluss von fünf Versorgungswerken unter Führung der Ärzteversorgung Westfalen-Lippe (ÄVWL). *pe/tbü*

Das sind die finanzstärksten Stiftungen in Deutschland

Mit einem Eigenkapital von rund 19,7 Milliarden Euro ist der Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung (Kenfo) die größte Stiftung öffentlichen Rechts in Deutschland. Zugleich belegt die zeitlich befristete Verbrauchsstiftung in der neuen „Liste der größten Stiftungen“ des Bundesverbands Deutscher Stiftungen den ersten Platz. Weitere sehr große Stiftungen öffentlichen Rechts sind die St. Korbinian-Stiftung der Erzdiözese München und Freising mit einem Eigenkapital in Höhe von 705 Millionen Euro, die ebenfalls in München ansässige Bischof-Arbeo-Stiftung (681 Millionen Euro) sowie die St. Antonius-Stiftung der Erzdiözese München und Freising (678 Millionen Euro). Auf den weiteren Plätzen liegen die Pfarrpründestiftung der Erzdiözese Freiburg, der Allgemeine Hannoversche Klosterfonds sowie die Stiftung Schönaue und die Stiftung Erinnerung, Verantwortung und Zukunft.

Der Stiftungsverband listet auch die größten Stiftungen privaten Rechts auf. Hier hat die Robert Bosch Stiftung GmbH mit einem Eigenkapital von rund 5,3 Milliarden Euro die Nase vorn. Auf den weiteren Plätzen folgen die Deutsche Bundesstiftung Umwelt (2,9 Milliarden Euro), die Volkswagen-Stiftung (2,8 Milliarden Euro)

und die Baden-Württemberg-Stiftung (2,3 Milliarden Euro). Jede der dreizehn größten Stiftungen privaten Rechts weist mehr Eigenkapital auf, als die größten Stiftungen öffentlichen Rechts – abgesehen vom Spitzenreiter Kenfo. Besonders finanzkräftig sind demnach auch die Joachim-Herz-Stiftung auf Platz fünf, die Bertelsmann-Stiftung und die Else-Kröner-Fresenius-Stiftung. Die Auswertung ist unvollständig. Denn sie berücksichtigt nur jene Stiftungen, die freiwillig ihre Finanzkennwerte angegeben haben.

Baden-Württemberg-Stiftung verbessert Governance

In der erwähnten Baden-Württemberg-Stiftung soll in diesem Jahr der Aufsichtsrat verkleinert werden und künftig aus 15 statt bislang 18 Mitgliedern bestehen. Der Ministerpräsident des Bundeslandes bleibt Mitglied des Aufsichtsrats. Vier Minister sollen die Landesregierung vertreten. Weitere fünf Protagonisten werden aus der Mitte des Landtags vorgeschlagen. Hinzu kommen fünf fachlich ausgewiesene Persönlichkeiten, die von der Landesregierung im Einvernehmen mit dem Landtag und in Abstimmung mit der Baden-Württemberg-Stiftung bestimmt werden. *tbü/pe*

Private Equity für den Mittelstand. Unser Zugang ist ihr Alpha.

Mehr als 80 % unserer Transaktionen im Bereich von 50 bis 250 Mio. Euro Enterprise Value strukturieren wir direkt mit Familien und Gründern – nicht im Pitch-Marathon.



Die **DBAG** bietet Fondsinvestoren unmittelbaren Zugang zum familiengeführten deutschen Mittelstand. Im Segment von 50 bis 250 Mio. Euro Enterprise Value vereinbaren wir **über 80 % unserer Transaktionen direkt mit Familien und Gründern und sind dabei führend im Markt¹**. Als die Finanzierungsplattform für den Mittelstand bieten wir Eigen- und Fremdkapitallösungen, um **Nachfolge, Wachstum und Transformation pragmatisch zu realisieren**. So schaffen wir für Unternehmer wie für Investoren Tempo, Klarheit und belastbare Wertentwicklung.



¹Auswertung FINANCE Magazin Midmarket Buyout-Liste 2025



**Deutsche
Beteiligungs AG**

Bafin legt Merkblatt zur „Einflussnahme“ ad acta

Im März 2025 sorgte die Konsultation 06/25 der Bafin für Aufregung unter Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften. Inhaltlich drehte sich die Veröffentlichung des Merkblatt-Entwurfs um den Umfang der aufsichtsrechtlich zulässigen Einflussnahme von Anlegern in Investmentvermögen. Auf Anfrage von portfolio institutionell zum weiteren Procedere teilt die Aufsichtsbehörde mit, „dass das fragliche Merkblatt zur Einflussnahme von Anlegern auf Investments und Desinvestments von Investmentvermögen nicht veröffentlicht wurde. Für ein überarbeitetes Merkblatt besteht kein Bedarf.“

BVI sah Fondsstandort Deutschland in Gefahr

Im April 2025 warnte der BVI in einer Stellungnahme, dass der Entwurf des Merkblatts die regulatorisch fein austarierte Wechselbeziehung zwischen Anleger und KVG grundsätzlich in Frage stellen könnte. Der Fondsverband sah die Gefahr, dass Geschäftsmodelle im Wert von rund 2,2 Billionen Euro, die über Spezialfonds investierte Assets regulierter Anleger umfassen, unmittelbar und massiv gefährdet werden könnten – mit signifikanter Auswirkung auf den Fondsstandort Deutschland.

Schroders wird amerikanisch

Asset-Management-Gesellschaften nähren auch im laufenden Jahr den M&A-Markt. Nachdem im Januar die schwedische EQT den britischen Secondary-Experten Collier Capital für bis zu 3,7 Milliarden Dollar übernahm, kam es im Februar zum Kauf von Schroders durch Nuveen. Für Schroders nimmt die TIAA-Tochter Nuveen rund 9,9 Milliarden Pfund in die Hand. Nuveen bringt 1,4 und Schroders 1,1 Billionen Dollar auf die AuM-Waage.

Push für Public-to-Private-Plattform

Nuveen-CEO William Huffman verweist auf komplementäre Plattformen, Kompetenzen, Vertriebsnetze sowie Unternehmenskulturen und sagt: „Bei dieser Transaktion geht es darum, neue Wachstumschancen für institutionelle und private Investoren weltweit zu erschließen, indem wir unserer führenden, differenzierten Public-to-Private-Plattform eine breitere globale Präsenz verleihen.“ Richard Oldfield, Group Chief Executive von Schroders, verweist neben dem wettbewerbsintensiven Umfeld, in dem Größe entscheidend sei, ebenfalls auf den Plattformansatz: „Die Transaktion wird unsere Wachstumspläne zur Entwicklung einer führenden Public-to-Private-Plattform mit größerer geografischer Reichweite und gestärkter Bilanz deutlich beschleunigen.“ Erwartet werde, dass die Schroders-Gruppe für mindestens zwölf Monate nach Deal-Vollzug als eigenständiges Unternehmen fortgeführt wird.

Adressat des Merkblatts waren die Kapitalverwaltungsgesellschaften, die in den Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) fallen und Investmentvermögen verwalten. Das Merkblatt gibt Erläuterungen, ob und in welchem Umfang die Anleger eines Investmentvermögens die Anlageentscheidungen der KVG für Rechnung des Investmentvermögens beeinflussen dürfen. Es enthält zudem Vorgaben dazu, ob und bis zu welcher Grenze derartige Einflussnahmen nach dem KAGB zulässig sind. Hintergrund ist, dass nach Paragraph 17 KAGB nicht die Anleger das Investmentvermögen verwalten, sondern die KVG. Es gilt also Fremd- statt Eigenverwaltung. Damit ist eine zu große Einflussnahme der Anleger auf die Investitionsentscheidungen der KVG nicht vereinbar.

Frühzeitig auf dem Radar hatte das Thema das Versorgungswerk der Wirtschaftsprüfer (WPV), das auch darum die WPV AAM gründete. „Aufsichtsrechtlich ist insoweit bedeutsam, dass eine Begleitung von Investments in Fonds, die durch eine KVG oder einen AIFM verwaltet werden, durch Investoren mit dem Fremdverwaltungsgebot nach Maßgabe der regulatorischen Vorgaben für KVG und AIFM kollidieren könnte“, erläuterte Ex-WPV-Geschäftsführer Hans Wilhelm Korfmacher im Jahr 2024. pe

Für die europäische Ratingagentur Scope ist die Übernahme strategisch sinnvoll und vorteilhaft für beide Unternehmen wie auch für Anleger. Laut Scope ist die Transaktion ein deutliches Signal für den Wandel in der Branche. Viele Anbieter stünden unter Druck, weil Indexfonds günstiger sind und aktiv gemanagte Fonds stärker ihre Kosten rechtfertigen müssen. Seit kurzem bietet zum Beispiel BNY Mellon einen S&P-500-ETF kostenlos an.

Für Scope ist für beide Unternehmen die Verbindung ein Schritt, um Größe, Effizienz und Reichweite zu erhöhen. Die Ratingagentur bewertet die geringe regionale Überschneidung als klaren Vorteil: Nuveen, bislang stark US-zentriert und institutionell geprägt, gewinne durch Schroders signifikante Präsenz und Markenstärke in Europa. Schroders wiederum erhalte besseren Zugang zum US-Markt sowie zur institutionellen Basis von Nuveen. Beide Seiten bringen unterschiedliche, sich ergänzende Kompetenzen ein – Schroders mit starker Research-Tradition und breiter Aufstellung in aktiven Fonds, Nuveen mit großer Expertise in alternativen Anlagen. Besonders im Bereich Private Markets sieht Scope hohes Potenzial: Schroders Capital und Nuveens Alternatives-Plattform decken ein breites Spektrum ab, von Private Equity über Infrastruktur bis hin zu semi-liquiden Strukturen. Herausforderungen sieht Scope vor allem in der Integration der Unternehmenskulturen und der Sortierung der Produktpalette. pe

Termine

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 Berlin

INVESTMENTEXPO

Tel.: +49 (0)30 2844 9873

investmentexpo.de/

20. und 21. Mai 2026 in Hamburg

DEUTSCHER STIFTUNGSTAG

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

stiftungstag.org/

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/

11. Juni 2026 in Berlin

GDV-KONFERENZ VERSICHERUNGSREGULIERUNG

Tel.: +49 (0)30 2020 5906

gdv.de/gdv/events

Die Chefin des Atomfonds tritt ab



Anja Mikus, langjährige Chefin des deutschen Atomfonds Kenfo, tritt Ende des Jahres ab. Ein Sprecher der Stiftung erklärte, Mikus habe sich entschieden, ihren Ende 2026 auslaufenden Vertrag aus Altersgründen nicht zu verlängern und die Aufgabe in jüngere Hände zu legen. Mikus, die im Frühjahr 68

Jahre alt wird, ist seit der Gründung 2017 Vorstandsvorsitzende und Chief Investment Officer des Kenfo.

tbü

Paukenschlag beim BVV

Der BVV, die größte deutsche Pensionskasse, hat seinen neuen Finanzvorstand Axel-Rainer Hoffmann schon wieder verabschiedet. Gegenüber portfolio institutionell bestätigte ein Sprecher des BVV, dass Hoffmann aus dem Vorstand des BVV ausgeschieden ist. Zu Details zu Personalangelegenheiten wolle man sich aber nicht äußern. Hoffmann, zuvor jahrelang für Volkswohl Bund, Axa und Munich Re tätig, folgte beim BVV auf Frank Egermann.

pe

Ex-Offizier soll BVK auf Vordermann bringen

Seit Februar führt Andreas Steimel für eine Übergangszeit den Bereich Immobilienkapitalanlage der Bayerischen Versorgungskammer (BVK). Steimel verfügt über mehr als 25 Jahre Berufserfahrung im Immobilienumfeld. Davon entfallen 16 Jahre auf Pimco Prime Real Estate (ehemals Allianz Real Estate). Dort zeichnete Steimel bis 2024 verantwortlich für Change Management & Transformation, IT, Legal und Compliance sowie Personal. Von 1988 bis 1997 diente Steimel bei der Bundeswehr.

pe

VGW trauert um Geschäftsführer Stefan Thiele

Die Verwaltungsgesellschaft für Versorgungswerke (VGW) mit Sitz in Berlin trauert um ihren juristischen Geschäftsführer Stefan Thiele. Der 61-Jährige starb am 13. Februar 2026 nach kurzer schwerer Krankheit und nur wenige Tage vor seinem 62. Geburtstag. Er war über 30 Jahre für das Unternehmen tätig.

tbü

Neuer Vorstand bei der Verka

Im Vorstand des Verka-Verbundes gab es im Februar einen Wechsel. Arnd Köhler wurde als Nachfolger von Dr. Eugen Scheinker in das zweiköpfige Führungsgremium des Spezialversicherers berufen, dem auch Charlotte Klinnert angehört. Scheinker hatte sein Amt Ende Dezember niedergelegt und ist aus dem Verka-Verbund ausgeschieden. Er war Vorstand für die Ressorts Bestandsverwaltung, Versicherungsmathematik, Risikomanagement und Vertrieb. Köhler verantwortet bei der Verka seit 2004 den Bereich Versicherungsmathematik, seit 2012 auch als verantwortlicher Aktuar.

tbü

„Komplexität ersetzt nicht Urteilsfähigkeit“

Susanna Adelhardt ist Vorsitzende der Deutschen Aktuarvereinigung e.V., Mitglied der Heubeck-Geschäftsführung und nun auch Preisträgerin unseres Vordenker-Awards. Im Interview, das Sie hier in Auszügen lesen, äußert sich die Diplom-Statistikerin über ihren unerwarteten Erfolg beim Rennen um den Leserpreis, die Perspektiven der kapitalgedeckten Alterssicherung und die Grenzen der Modellierbarkeit.

Frau Adelhardt, Sie haben in diesem Jahr den Vordenker-Award von portfolio institutionell gewonnen. Die Entscheidung haben unsere Leser getroffen. Herzlichen Glückwunsch! Als wir Ihnen das Votum mitgeteilt haben, waren Sie freudig überrascht, aber auch ein wenig ungläubig. Warum?

Vielen Dank! Ich hatte zweifellos sehr starke Mitbewerber – jeder von ihnen ist Experte in einem anderen Gebiet, auf dem er oder sie sich besonders auszeichnet. Bei einem so ausgeglichenen Feld denke ich dann eher in Erwartungswerten als in Tail-Ereignissen. Umso mehr habe ich mich daher gefreut, dass durch Ihre Leser aus 20 Prozent Wahrscheinlichkeit für mich 100 Prozent Gewinn wurden.

Ihre Karriere verläuft sehr geradlinig. Ein Thema prägt Ihren Werdegang ganz besonders: die betriebliche Altersversorgung. Wann haben Sie sich entschieden, diesen Weg einzuschlagen und warum?

Zur betrieblichen Altersversorgung bin ich nicht über einen Masterplan gekommen, sondern über verschiedene Stationen, die erst rückblickend so gut zusammenpassen. Nach meiner Ausbildung bei einer Bank habe ich neben meinem Studium weiterhin dort gearbeitet, allerdings in der Anwendungsentwicklung.

Nach einem Wechsel innerhalb der Bank in die Abteilung für betriebliche Altersversorgung habe ich dort ein Arbeitsfeld gefunden, das alles zusammenführt: finanzwirtschaftliches Denken, aktuarielles Handwerkszeug

und die Notwendigkeit, Entscheidungen aus langfristigen Überlegungen heraus zu treffen. Besonders reizvoll finde ich bis heute die Perspektive der Kapitalmärkte auf Verpflichtungen, die mehrere Jahrzehnte in die Zukunft reichen. Kurzfristige Marktbewegungen einzuordnen, ohne dabei den langfristigen Finanzierungspfad aus dem Blick zu verlieren, gehört für mich zu den spannendsten Aufgaben unseres Berufs.

Dass auch mein weiterer Weg nicht von vornherein so geplant war, ist aus meiner Sicht kein Nachteil. Jede Station hat einen neuen Blickwinkel hinzugefügt, das Bild erweitert – komplett wird es dennoch nie. Geblieben ist meine Neugierde auf die Verknüpfung von technischen Fragestellungen, finanziellen Steuerungsmechanismen und dem Zusammenspiel von Aktiv- und Passivseite, sowohl im Unternehmenskontext als auch im makroökonomischen Umfeld.

Internationale Entwicklungen prägen seit vielen Jahren die Rahmenbedingungen des aktuariellen Berufsstands maßgeblich. Projekte wie die Überarbeitung des europäischen Aufsichtssystems Solvency II, die Umsetzung von IORP II oder auch die komplexe Implementierung von IFRS 17 verdeutlichen die erheblichen Auswirkungen auf die actuarielle Tätigkeit. Welche fachlichen Themen liegen Ihnen am Herzen?

Diese regulatorischen Entwicklungen prägen unseren Berufsstand aktuell stark. Gleichzeitig sehe ich die Zukunft der Aktuarinnen und Aktuare nicht allein in der

Umsetzung immer komplexerer Regelwerke. Entscheidend wird sein, wie wir unsere fachliche Expertise, unsere Urteilsfähigkeit weiterhin einbringen.

Je mehr Regulierung und Technologie zunehmen, desto stärker verschiebt sich unser Berufsbild vom Rechnen zum verantwortlichen Einordnen. Wir hinterfragen Modelle und halten sie erklärbar, wir kennen die Grenzen der Modellierbarkeit und berücksichtigen das in der Beurteilung der Ergebnisse, wir wissen, dass auch eine KI nur ein Werkzeug ist, das keine Verantwortung übernehmen kann. Komplexität ersetzt nicht Urteilsfähigkeit – Komplexität macht Urteilsfähigkeit essenziell! Gleichzeitig braucht ein solcher Anspruch eine starke internationale und letztlich globale Vernetzung. Finanzmärkte und Risiken kennen keine nationalen Grenzen – entsprechend muss unser Berufsstand auch über Länder hinweg eng zusammenarbeiten.

Die von Heubeck entwickelten und immer wieder aktualisierten Richttafeln bilden die Rechnungsgrundlagen zur bilanziellen Bewertung von Pensionsverpflichtungen in Deutschland. Zu den Kunden von Heubeck zählen Pensionskassen, Pensionsfonds und berufsständische Versorgungswerke ebenso wie Verbände und staatliche Institutionen. Wie beurteilen Sie die Perspektiven der bAV in Deutschland?

Die künftige Rolle der kapitalgedeckten Alterssicherung wird entscheidend für das gesamte System sein. Das ergibt sich direkt aus einem risikoorientierten Blick auf die gegenwärtigen Systeme, die künftige gesellschaftliche Tragfähigkeit und absehbare demographische Entwicklungen.

Die gesetzliche – umlagefinanzierte – Rente hat ein demographisches Risiko, kapital-



gedeckte Systeme dagegen Kapitalmarktrisiken. In der Kombination beider Systeme wird das Risiko von Altersarmut bereits für den Einzelnen diversifiziert und damit gesenkt. Zusätzlich können Ausgleichsmechanismen, die ein möglichst breites Kollektiv einbeziehen, die gesamtgesellschaftliche Risikotragfähigkeit erhöhen. Konkret: Das Sicherungsniveau der ersten Säule wird weiter sinken. Nicht zwingend die Prozentangabe eines angestrebten Rentenniveaus, da diese Zahl politisch gesetzt wird, sondern die Realität, wie viele Menschen dieses Rentenniveau auch wirklich mindestens erreichen.

Die Voraussetzungen dafür, ein durchgängiges sozialversicherungspflichtiges Erwerbsleben, ein wettbewerbsfähiger Arbeitsstandort Deutschland, eine weiter steigende Produktivität, sind nicht mehr mit derselben Selbstverständlichkeit wie in den letzten 70 Jahren gegeben. Die damit entstehende Lücke in der individuellen Alterssicherung muss strukturell geschlossen werden. Freiwilligkeit kann keine systematischen Lücken füllen, denn sie überwindet nicht unsere Gegenwartspräferenz.

Die betriebliche Altersversorgung hat einen anderen Hebel. Über 90 Prozent der Menschen im erwerbstätigen Alter sind Arbeitnehmer. Aktuell setzen wir bei der betrieblichen Altersversorgung auf Freiwilligkeit von Arbeitgebern oder die Initiative von Arbeitnehmern. Eine verpflichtende zweite Säule für alle Arbeitnehmer ist ein Schlüssel, der hilft, diese Lücke zu schließen. Damit diese Verbindlichkeit nicht allein zu Lasten der Arbeitgeber geht, müssen deren langfristigen Finanzierungsrisiken aus der Zusage gesenkt werden. Also abgesenkte nominale Garantien und mehr Öffnung für reine Beitragszusagen, wie wir sie von den Sozialpartnermodellen her bereits kennen. Wenn wir uns außerdem der unbequemen Wahrheit stellen, dass nur lebenslange Leistungen eine Substitution

der Lücke aus der gesetzlichen Absicherung über die gesamte Bezugszeit darstellen können, dann spielt die betriebliche Altersversorgung den Joker aus. Durch das große Kollektiv sind lebenslange Leistungen darstellbar, bei denen die Finanzierung auf alle Schultern verteilt wird, die der Arbeitnehmer, der Arbeitgeber, der Gesellschaft und der Wirtschaft, und damit für alle tragbar ist.



Bild: DAV

Was muss aus Ihrer Sicht getan werden, damit die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Deutschland an Bedeutung gewinnt?

Alterssicherung lebt vor allem von Vertrauen. Vertrauen in langfristige Rahmenbedingungen und Versprechen, in regulatorische und steuerliche Leitplanken. Das gilt für die umlagefinanzierte Alterssicherung genauso wie für die kapitalgedeckte.

Bei der Kapitaldeckung kommt zu diesem langfristigen Aspekt eine weitere Dimension hinzu: das Vertrauen in die Funktionsweise der Kapitalmärkte. Kapitalmärkte haben – unbestritten – Risiken, sie erschließen gleichzeitig die Möglichkeit, langfristiges Wirtschaftswachstum für die Finanzierung von Altersvorsorge zu nutzen.

Die öffentliche Wahrnehmung konzentriert sich meist auf Krisen und Verluste, während der Kapitalmarkt – neben Arbeitgeber und Arbeitnehmer der Dritte im Bunde –

deutlich leiser und dennoch kontinuierlich seinen Beitrag leistet. Genau hier liegt aus meiner Sicht ein zentraler Hebel. Bei den langfristigen und kollektiven Sparprozessen der betrieblichen Altersversorgung kann die Volatilität am Kapitalmarkt gemeinsam getragen und auf alle verteilt werden. Ganz anders als ein einzelner Sparer das kann. Diese Zusammenhänge sind gut bekannt. Die Entscheidung, ob wir sie auch nutzen wollen, ist gleichzeitig die Entscheidung, ob wir bei der Alterssicherung individuelle Beiträge oder gesamtgesellschaftlichen Ausgleich höher werten wollen.

In einem Interview haben Sie betont, dass Sie junge Menschen frühzeitig für den Beruf des Aktuars beziehungsweise der Aktuarin begeistern und gleichzeitig die Bekanntheit dieses Berufsstands weiter steigern wollen. Ist das ein Beruf mit Zukunft?

Meine Antwort ist ein klares Ja. Solange Gesellschaften langfristige Verpflichtungen eingehen – was in der Alterssicherung und im Gesund-

heitswesen regelmäßig der Fall ist –, müssen diese Verpflichtungen in einen Risiko- und Finanzierungskontext gestellt werden, also aktuariell analysiert und eingeordnet werden. Aktuarinnen und Aktuarien arbeiten an dieser Schnittstelle von Mathematik, Kapitalmarkt und gesellschaftlicher Verantwortung. Die Verknüpfung macht den Beruf anspruchsvoll – und genauso spannend wie zukunftsfähig.

Wenn wir junge Menschen dafür begeistern, machen wir genau diese Perspektive sichtbar: Es geht nicht nur um Zahlen, sondern um die Stabilität finanzieller Systeme über Jahrzehnte hinweg. Und gleichzeitig geht es um die Absicherung von Menschen, ein Wert, der tagtäglich seine Wirkung entfaltet.

Die Fragen stellte Tobias Bürger. Das vollständige Interview mit Susanna Adelhardt finden sie auf portfolio-institutionell.de.

„Sicherheit in einer verrückten Welt“

Die Ampel-Koalition endete vorzeitig. Deren Ideen für ein schuldenfinanziertes Infrastrukturpaket leben aber in der aktuellen, großen Koalition fort. Weiter Bestand hat auch die grüne Politik, dass Erneuerbare Energien und Waffenlieferungen für die Ukraine zur geopolitischen Sicherheit beitragen. Dies sind die Themen von Dr. Robert Habeck, dem Keynote-Speaker der portfolio-institutionell-Jahreskonferenz 2026. Einen ersten Einblick in seine Keynote lesen Sie im folgenden Interview.

Herr Habeck, der Titel Ihrer Keynote auf der Jahreskonferenz lautet „Sicherheit in einer verrückten Welt“. Was kann dazu die Energiepolitik beitragen?

Deutschland hat 2022 auf die schmerzhafteste Art gelernt, dass Energielieferungen als Waffe eingesetzt werden können, als Putin uns den Gashahn abdrehte. Aber Deutschland kauft noch immer jährlich für 80 Milliarden Euro fossile Energien ein. Die EU insgesamt für circa 400 Milliarden Euro – Geld, das nicht nur unsere Volkswirtschaften verlässt, sondern auch die von anderen Ländern stärkt – oft mit Regierungen, die es nicht gut mit der liberalen Demokratie meinen. Der erste Schritt ist, stärker zu diversifizieren. Der zweite ist Elektrifizieren und möglichst viel Strom selbst herzustellen. Man landet bei den Erneuerbaren – jetzt aus sicherheitspolitischen Überlegungen.

Wie groß ist die Wahrscheinlichkeit, dass die USA zu einer in der Vergangenheit üblichen Politik zurückfinden?

Die ist gleich null. Selbst wenn Trump abgewählt werden sollte, die republikanische Partei zur Vernunft käme oder die Demokraten regieren würden, würde es nicht wieder werden wie unter Obama oder Joe Biden. Zumal ja auch die beiden schon einen Politikwechsel weg von Europa eingeleitet haben. Wir leben in einer neuen Welt und die muss jetzt gestaltet werden.

China gilt als führend im Ausbau Erneuerbarer Energien. Wird das Wirken von Präsident Xi Jinping als Umweltschützer völlig unterschätzt?

Ich glaube, das hat wenig mit Klimaschutz zu tun, sondern mit Sicherheit. China bezieht Öl und Gas unter anderem von

Russland, Iran, Venezuela. Die wissen genau, wie anfällig dieses System ist. Aber Chinas massiver Ausbau der Erneuerbaren wird den Preis für die Kilowattstunde nochmals für alle senken. Wir werden einen heftigen Zubau der Erneuerbaren in allen Ländern sehen, die nicht selbst Öl- und Gas-Verkäufer sind. Und das sind die allerwenigsten.

Was spricht heute für Investments in die Energiewende? Attraktive Risk-Return-Ratios, Klimaziele oder Geopolitik?

Aus meiner Sicht alles drei. Es wird ein rasant wachsender Markt bleiben. Bei einem breiten Portfolio arbeitet Geld für die richtigen Ziele.

Sollten deutsche Investoren die Energiewende europäischer denken?

Es macht natürlich auch für deutsche Investoren Sinn zu diversifizieren. In Deutschland kann die eine Regierung mal schneller machen als die andere und umgekehrt. Außerdem wird es künftig immer mehr pan-nationale Projekte geben. Gerade wurde Bornholm Energy Island beschlossen: ein



deutsch-dänischer Windpark, für dessen Zustandekommen ich schon in meiner Amtszeit gearbeitet habe. Das war gar nicht einfach, denn von der Quote des Erneuerbaren-Anteils bis zur Netzgebühr ist alles national reguliert. Aber wo das jetzt geschafft ist, kann es die Blaupause für ähnliche Projekte zum Beispiel in der Nordsee sein.

Sie haben enge Beziehungen nach Dänemark. Was läuft dort in der Energiepolitik, auch was die Einbindung von institutionellem Kapital betrifft, besser als in anderen Ländern?

Dänemark hat eine lange Tradition, dass Pensionsfonds in Infrastrukturprojekte investieren. Das liegt daran, dass in Dänemark jeder für sich und seine Rente anspart. Ein Teil des Lohns, etwa der Teil, der in Deutschland für die gesetzliche Altersvorsorge abgezogen wird, wird auch hier abgezogen und dann über berufsständische Versorgungswerke investiert. Die sollen natürlich attraktive Rendite bringen, aber eben auch sicher sein. Deshalb sind Energie-Projekte für die Funds superinteressant.

Ist die stärkere dänische Kapitalmarktorientierung in der Altersvorsorge ein Vorbild für eine Reform in Deutschland?

Ja. Und wir haben uns in der viel gescholtenen Ampel ja auch auf einen entsprechenden Vorschlag geeinigt. Der kam dann nicht mehr durch wegen der Neuwahlen. Wenn ich es richtig sehe, will die jetzige Bundesregierung den jetzt auch weitestgehend wieder nutzen.

Was würde ein Wirtschaftsminister Habeck heute anders machen als vor drei bis vier Jahren?

Ich hätte gern all die Beschlüsse, die die jetzige Regierung getroffen hat und die sie aus meiner Amtszeit übernommen hat, damals aber bekämpft hat. Aber damals habe ich keinen Weg gefunden, die Leute der Union zu überzeugen. Ob das heute anders wäre, weil sie ja wissen, dass sie zugestimmt haben, oder ob sie nur für sich zustimmen, nicht aber für Deutschlands Allgemeinwohl, ist eine spannende Frage.



Bild: Bündnis 90/Die Grünen im Bundestag | Kaminski

Wie viel Politik von Habeck steckt in der Großen Koalition?

Agrardieselsubvention und Mehrwertsteuer-Senkung für Gastronomie haben sie sich schon selbst ausgedacht.

Sie haben schon 2021 Defensiv-Waffen für die Ukraine gefordert. Wie sollte man die Ukraine heute fördern und wie kommt man zu einem gerechten Frieden?

Die Ukraine hat jetzt fast ein Jahr lang ohne große amerikanische Unterstützung die Front gehalten. Sie haben eine enorm starke Rüstungsindustrie aufgebaut. Europa hat den Munitionsengpass überwunden.

Deutschland hatte daran einen großen Anteil. Unbefriedigend ist, dass die eingefrorenen russischen Assets nicht genutzt werden, dass Düngemittel aus Russland und Belarus nicht verboten sind, dass die Sanktionsumgehung noch immer nicht hart genug geahndet wird, dass auch die Regierung Merz keine Taurus geliefert hat.

Im Fall der Ukraine ist der erste Schritt zum Frieden, dass Putin weiß, dass er nicht gewinnen wird. Erst wenn das klar ist, kann man über Sicherheit gegen Territorium reden.

Die Fragen stellte Patrick Eisele.

Wertsicherungskonzepte und die Abgründe einer V-Formation

Von Tobias Bürger

Die Turbulenzen rund um die Ankündigung massiver US-Zölle im April vergangenen Jahres haben die Aktienmärkte erschüttert. Zwar blieb ein Crash aus, gleichwohl war der „Liberation Day“ aus Sicht von Wertsicherungskonzepten das wohl spannendste Ereignis des Börsenjahres. Wie die Strategen bei Fondsgesellschaften das Jahr gemeistert haben.

Viele Großanleger müssen mit ihren breit diversifizierten Portfolios Jahr für Jahr eine Mindestrendite erzielen, um ihre Verpflichtungen bedienen zu können. Daher ist die Risikostreuung das oberste Gebot. Doch die Realität der professionellen Kapitalanlage kann brutal sein, wenn Korrelationen zusammenbrechen und sich unkorrelierte Risiken und Assets plötzlich in die gleiche Richtung bewegen. Vor diesem Hintergrund und in Anbetracht jährlicher Berichtspflichten werden im institutionellen Bereich Schutzmechanismen implementiert. Sie sollen die Anlagen – wie ein federn des Sicherheitsnetz – schützen und ihnen Schwung verleihen. Wie sie an diese Aufgabe herangehen, zeigt unser Überblick.

Marktphasen, mit denen kaum jemand rechnet

2025 war ein turbulentes Jahr für Großanleger; es war geprägt von Donald Trump und seiner erratischen Politik, dem Hype in Sachen der Künstlichen Intelligenz und der Ankündigung der neuen deutschen Bundesregierung, ein 500 Milliarden Euro schweres Investitionsprogramm aufzulegen, um so die lahmende Konjunktur anzuschieben. Vom Start weg preschte der Dax los, Mitte März betrug sein Performancevorsprung gegenüber dem S&P 500 bereits mehr als 20 Prozent, was auch an der aufkommenden Schwäche des

US-Dollars lag. Danach wurde es turbulent: Am 2. April schockte Trump die Kapitalmärkte mit der Ankündigung neuer Zölle. Allerdings währte der Spuk nur kurz. Bereits im Mai markierte der deutsche Leitindex ein Jahreshoch – die Erholung verlief also v-förmig.

Eine Versicherung für das Portfolio

Die Fondsgesellschaft Allianz Global Investors (Allianz GI) managt eine Vielzahl institutioneller Mandate anhand ihres Wertsicherungskonzepts „Portfolio Insurance Plus“. Die Mandate unterscheiden sich voneinander. Dabei geht es um Eigenschaften wie das Sicherungsniveau, den Sicherungshorizont und die darin einbezogenen Anlageklassen. Daher stellt Allianz GI die Kennzahlen für unseren Überblick (siehe Tabelle auf den nachfolgenden Seiten) anhand eines Composites dar.

Danach gefragt, wie die hauseigenen Wertsicherungskonzepte im Börsenjahr 2025 abgeschnitten haben und ob sie mit der Entwicklung zufrieden sei, antwortet Dr. Heidi Jäger-Buchholz, Head of Protection bei Allianz GI, so: „Zufrieden sind wir vor allem damit, dass selbst am Tiefpunkt des Jahres alle Sicherungszusagen absolut verlässlich eingehalten wurden. Das leicht unter der Benchmark-Performance (4,24 Prozent, Anm. d. Red.) liegende Gesamtergebnis für 2025 wurmt natürlich ein bisschen.“ Es folge allerdings schlicht der Logik einer konsequenten Sicherungsstrategie, dass das nominale Ergebnis nur unterdurchschnittlich an einer v-förmigen Erholung partizipieren könne, so die Expertin. „Wichtig ist daher, dass Derartiges von Beginn an transparent mit Kunden besprochen wird.“ Rückblickend beschreibt Jäger-Buchholz die Marschroute so: „Wir sind mit einer positiven Marktmeinung

gegenüber Aktien in das Jahr 2025 gestartet und waren daher gegenüber unserer strategischen Asset Allokation (SAA) übergewichtet. Bereits im ersten Quartal haben wir Teile dieser Übergewichtung reduziert und gleichzeitig die regionale Positionierung angepasst: die Gewichtung europäischer Aktien wurde zulasten der USA ausgebaut. Eine Zäsur bildeten Anfang April die Marktverwerfungen infolge der US-Zollankündigungen.“ In der darauffolgenden Korrektur reduzierten die Wertsicherungsspezialisten von Allianz GI die Aktienquoten deutlich und schichteten zugunsten kurzlaufender, qualitativ hochwertiger Renten um. „An der anschließenden Markterholung konnten wir folgerichtig nur teilweise partizipieren“, wirft Jäger-Buchholz ein. „In der zweiten Jahreshälfte 2025 haben wir sukzessive wieder die Aktienquote erhöht – finanziert über den Abbau der kurzen Renten.“

Danach befragt, wie Allianz GI das Geld der Kunden in den Wertsicherungsmandaten vor einschneidenden Verlusten schützt, holt die Expertin weit aus: „Die Risikopositionierung des Gesamtportfolios im Sinne der Aufteilung zwischen ertragsbringenden, aber risikotragenden, sowie ‚sicheren‘ Anlagen (kurz laufende Renten, Geldmarkt, Kasse) wird fortlaufend auf Basis von Echtzeitbestands- und Echtzeitpreisdaten so bestimmt, dass das definierte Risikobudget mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit eingehalten wird.“ Jäger-Buchholz ergänzt, dass das Gesamtportfolio jederzeit so positioniert sei, dass der risikoreiche Teil einen vorab festgelegten Maximalverlust erleiden könne, ohne das Sicherungsniveau zum Ende des Sicherungshorizontes zu unterschreiten. „Die Quantifizierung und das Monitoring dieses täglich maximal möglichen Wertverlustes mit entsprechender Anpassung im Portfolio sind zentrale Bestandteile des Wertsicherungsmanagements.“

Maßstäbe für den Erfolg einer Sicherungsstrategie

Lupus Alpha verfolgt in Sachen Wertsicherung diverse Strategien, wie Alexander Raviol deutlich macht. Eine davon heißt Lupus Alpha Return. Damit ermöglicht der Asset Manager „risikobewussten Anlegern die Teilnahme an den Ertragschancen der globalen Aktienmärkte, während wir das Verlustrisiko aktiv steuern“, wie Raviol erklärt. Bei diesem Ansatz wird das Verlustrisiko auf zehn Prozent des eingesetzten Kapitals pro Kalenderjahr begrenzt, so der Chief Investment Officer (CIO) Derivative Solutions.

Um im Nachhinein beurteilen zu können, ob das Wertsicherungskonzept seinem Namen auch gerecht worden ist, gibt es mehrere Beurteilungskriterien. „Die zuverlässige Einhaltung dieser Grenze ist der erste Maßstab für den Erfolg der Strategie, die Qualität der Marktpartizipation der zweite“, unterstreicht der Fachmann. Und wie funktioniert das Konzept in der Praxis? Über eine Long-Call-Struktur partizipiere das Portfolio an steigenden Märkten, während die Aktienmarktsensitivität bei fallenden Kursen automatisch sinke, so Raviol. „Diese Optionsmechanik kommt ohne Markt-timing oder taktische Eingriffe aus: In schwachen Märkten redu-

ziert sich das Risiko, in starken Märkten steigt die Beteiligung – inklusive der Fähigkeit, in v-förmigen Marktbewegungen die Markterholung gut abzubilden.“ Die Rendite des Portfolios entsteht durch den Einsatz von Optionen und Futures auf ausgewählte internationale Aktien und Aktienindizes, wie der CIO Derivative Solutions von Lupus Alpha anmerkt.

Und mal angenommen, es zeichnet sich ein Einbruch ab: Wie werden die Schutzmechanismen dann in Gang gesetzt? Um die Frage zu beantworten, geht Raviol einen Schritt zurück: „Markteinbrüche zeichnen sich nicht ab, sie kommen plötzlich“, sagt der Fachmann. „Und hier liegt die eigentliche Stärke einer Derivatestrategie: Ihr wesentlicher Vorteil liegt gerade darin, dass in Zeiten mit akutem Marktstress die Aktienexponierung der Optionen automatisch sinkt und sich das Portfolio ohne aktive Disposition anpasst – auch über Nacht, wenn man erst wieder mit Öffnung der Börsen handeln kann.“ Diese Lücke entstehe bei Optionen nicht. Umgekehrt steige die Partizipation am Aktienmarkt bei steigenden Notierungen wieder automatisch an.

Abnahme der schützenden Korrelationseigenschaften

Bei Union Investment kommt eine dynamische, aktiv gesteuerte Wertsicherung zum Einsatz, bei der das Wertsicherungsniveau an die Kundenwünsche individuell angepasst werden kann. Rückblickend auf 2025 macht Matthias Frey, Leiter Asymmetric Strategies bei der Fondsgesellschaft, neben der hohen Volatilität um den Liberation Day auch auf die schnelle und anhaltende Erholung bis zum Jahresultimo aufmerksam. „Ergänzender Faktor war eine erstmals wieder zu beobachtende US-Dollar-Schwäche wie auch eine Abnahme der schützenden Korrelationseigenschaften eines Multi-Asset-Portfolios.“ Diese Kombination aus gleichzeitigen Verlusten in Spreads, Aktien, US-Dollar und kaum einer Kompensation durch Duration habe die implizite Wertsicherung via Korrelationen deutlich reduziert, so der Experte.

Auch merkt der Leiter Asymmetric Strategies bei Union Investment an, wie wichtig die Vermeidung des sogenannten Cash-Locks ist. Wer in der Korrekturphase die Reißleine zieht und den Markt verlässt, um die verbliebenen Schäfchen ins Trockene zu bringen, droht Gefahr zu laufen, den Wiedereinstieg zu verpassen. Union Investment adressiert dieses Thema über das „Tranchieren des Risikobudgets“ und eine aktive Integration der Wertuntergrenzen in die Steuerung des Mandats, und zwar unter anderem via Höchststandsicherungen, wie Frey berichtet. Der Fachmann hält die konsequente Erweiterung der Risikotreiber für wichtig und verweist auf den Einbezug von Gold und Private Debt in die Allokation. Aus Erfahrung heraus weiß er, dass die nachlassenden Schutzeffekte der klassischen Korrelation zwischen Aktien, FX und Zins zunehmend durch thematische Investments kompensiert werden. „Damit kann auch schneller auf speziell gewollte Faktoren wie zum Beispiel Momentum fokussiert werden.“

Bei Metzler Asset Management können Anleger aus einem fixen Angebot an Wertsicherungsniveaus ihren Favoriten herauspicken: möglich sind 90, 93, 96 und 98 Prozent. Das zugrundeliegende Prinzip ist eine Optionsreplikation mit integriertem Best-of-Two-Mechanismus. Die Strategie „Metzler Wertsicherung“ richtet sich permanent in kleinen Schritten am Marktumfeld aus. „Laufen beispielsweise in einer Krise Renten besser als Aktien, so wird nach dem Best-of-Two-Prinzip von Aktien nach Renten umgeschichtet“, wie wir von dem Unternehmen erfahren. Und wie haben Ihre Wertsicherungskonzepte im Börsenjahr 2025 abgeschnitten? Sind Sie mit der Entwicklung zufrieden? „Wir blicken hochzufrieden auf ein erfolgreiches Jahr zurück“, lautet die Antwort von Metzler Asset Management. „Die Zielrenditen konnten das dritte Jahr in Folge übertroffen werden. Die größte Herausforderung des Jahres – den April mit starken Drawdowns und anschließender Erholung – konnten unsere Strategien gut meistern und haben damit erneut Robustheit bewiesen.“

Die Publikumsfonds und viele Spezialfondsstrategien von Metzler Asset Management sind von vornherein für die Einhaltung einer festen Wertuntergrenze konstruiert. Die Basis bilden variabel verzinsliche Anleihen deutscher Bundesländer – sie seien die erste Wahl in Bezug auf Liquidität und Bonität mit minimalem Zinsrisiko. „Darüber hinaus wird gezielt Aktien- und Staatsanleihe-Exposure über börsengehandelte Futures aufgebaut – immer abgestimmt auf das jeweilige Risikobudget. Diese Instrumente haben den Vorteil, auch in Krisenzeiten jederzeit zu minimalen Kosten liquide handelbar zu sein“, erfahren wir. Die Asset-Allokation ist

dynamisch und schichtet zwischen Aktien, Renten und Cash jeweils so um, „dass das Risikobudget optimal eingesetzt wird“, wie sie bei Metzler Asset Management erläutern. „Dabei überwachen wir zusätzlich in unserer dezidiert dafür entwickelten Wertsicherungssoftware alle Portfolios in Echtzeit. So stellen wir sicher, dass auch in Extremszenarien die Wertuntergrenze mit höchster Konfidenz eingehalten werden kann.“

Weniger Modellrisiken, mehr Freiheitsgrade

Auch Dr. Sascha Rieken, Senior Overlaymanager bei Deka Investment, stand uns bei der Recherche für diesen Text Rede und Antwort. Doch zuvor definiert er den Rahmen: „Wir setzen auf eine dynamische Asset-Allokation, die sich am Value-at-Risk-Ansatz orientiert und so eine optimale Balance zwischen Rendite und Risiko ermöglicht“. Der Value at Risk werde auf Basis zweier unabhängiger Risikomodelle berechnet, betont Rieken. „Durch die Kombination dieser Modelle reduzieren wir das Modellrisiko signifikant und schaffen gleichzeitig größere Freiheitsgrade für eine flexible und präzise Steuerung.“

Die Ereignisse rund um den Liberation Day hatten einen spürbaren Einfluss auf einige Wertsicherungsfonds von Deka Investment. „In Mandaten mit globaler Ausrichtung wurden die durch den Zollkonflikt ausgelösten Kursverluste nicht wie üblich durch eine Aufwertung des US-Dollars abgemildert“, erinnert sich Rieken. „Stattdessen schwächte sich der US-Dollar in diesen Tagen ab, was einige Mandate zusätzlich belastete. Unsere Risikomodelle haben

Das Spektrum der Wertsicherungskonzepte und daran angelegter Mandate ist breit gefächert

Anbieter	Produkt	Wertsicherungsniveau in Prozent	zugrundeliegendes Prinzip	Auflagedatum	Performance 2025 in Prozent	Performance 2024 in Prozent	
Allianz Global Investors	Portfolio Insurance Plus	individuell	modifiziertes CPPI	1997	3,70 ¹	10,50	
Amundi Deutschland	Vario	individuell	dynamischer Value-at-Risk-Risikobudget-Ansatz	2007	5,09 ³	5,05	
Deka Investment	Deka Risiko-Overlay	individuell	dynamischer Value-at-Risk-Ansatz	1994	Durchschnittlich 4,9 bis zu 12,8 ⁴	Durchschnittlich 8 bis zu 15,5 ⁴	
Lupus Alpha	Lupus Alpha Return	90	dynamische optionsbasierte Absolute-Return-Strategie	2007	8,66 ⁶	12,45	
Metzler Asset Management	Metzler Wertsicherungsfonds	Wahlweise 90/93/96/98	Optionsreplikation mit integriertem Best-of-Two-Mechanismus	2008 ⁷	9,44 / 6,38 / 4,44 / 3,17 ⁸	7,59 / 5,82 / 3,70 / 3,38 ⁸	
Union Investment	Immuno	individuell	dynamische, aktiv gesteuerte Wertsicherung	1995	zwischen 0 und 11 ¹⁰	zwischen 5 und 20	

1) Performance vor Kosten eines Composites per 31.12.2025 aus zwölf Mandaten mit einem Gesamtvolumen von 1,5 Milliarden Euro 2) Die Managementvergütung für institutionelle Mandate bis 100 Millionen Euro beginnt bei 35 Basispunkten in Verbindung mit einer Mindestvergütung. Die Konditionen hängen u. a. von der Mandatsgröße und der Komplexität ab 3) Basierend auf einem Musterportfolio mit einem Risikobudget von fünf Prozent 4) Die durchschnittliche Rendite wurde mittels des durchschnittlichen Anlagevolumens im entsprechenden Jahr und der gewichteten Rendite der zugehörigen Einzelmandate ermittelt. 5) Die volumengewichtete Volatilität der Risiko-Overlay-Mandate 6) Institutionelle Mandate zwischen 6,38 bis 9,91 Prozent 7) Erster Publikumsfonds 8) Angegeben ist jeweils die Performance der institutionellen Anteilsklasse C. Beim Wertsicherungsfonds 98 gibt es nur eine Anteilsklasse.

schnell und präzise auf diese außergewöhnlichen Risikotreiber reagiert und, wo erforderlich, zeitnah Sicherungsmaßnahmen eingeleitet. In der anschließenden Erholungsphase konnten diese Sicherungen zügig wieder reduziert werden. Dadurch hatten unsere Anleger die Möglichkeit, trotz der temporären Absicherungen von der positiven Marktentwicklung im weiteren Jahresverlauf zu profitieren.“

Auch Todorov Plamen, Portfoliomanager bei Amundi Deutschland, blickt zurück auf 2025 und damit auch auf das „VaRIO-Wertsicherungskonzept“ der Fondsgesellschaft. Dabei handelt es sich um ein dynamisches, intern entwickeltes Value-at-Risk-basiertes Risikobudget-Konzept, das die quantitative, regelgebundene Risikosteuerung mit einer qualitativen Asset-Allokation verbindet. Ziel auch dieser Wertsicherungsspezialisten ist es, ein asymmetrisches Renditeprofil zu erreichen. Es geht darum, Verluste in Abwärtsphasen zu begrenzen und an Erholungen teilzuhaben. Die Fachleute um Todorov Plamen achten im Rahmen der regelgebundenen Risikosteuerung darauf, das vorgegebene Risikobudget einzuhalten, erzielte Wertzuwächse zu sichern und die Fondspreisvolatilität zu reduzieren. Laut dem Portfoliomanager wird die Asset-Allokation flexibel an die individuelle Renditeerwartung und das Risikobudget des Anlegers angepasst; das Wertsicherungsniveau werde kundenindividuell festgelegt und bewege sich überwiegend zwischen vier und zehn Prozent per annum.

Auch Plamen erinnert an den „Tag der Befreiung“, wie US-Präsident Trump den 2. April bezeichnet hat. „Die bei weitem wichtigste

Episode im Jahr 2025 war die durch den ‚Liberation Day‘ ausgelöste Volatilität, die zu starken Marktverwerfungen führte und insbesondere für Wertsicherungsstrategien von großer Bedeutung war. In diesem Umfeld bewies unser VaRIO Wertsicherungskonzept seine Stärke, indem es den Drawdown so weit reduzierte, dass definierte Wertuntergrenzen nicht überschritten wurden und es zu keinem Cash-Lock kam. Dies wiederum ermöglichte es der Strategie, anschließend von der darauffolgenden Rallye zu profitieren.“

Ein disziplinierter, reproduzierbarer Mechanismus

Das Risikomanagement erfolgt bei diesem Wertsicherungskonzept täglich und wird quartalsweise neu justiert. Plamen erklärt das genauer: „Zu Beginn jedes Quartals gilt ein aktuell zulässiger VaR, der standardmäßig bei der Hälfte des vereinbarten maximalen VaR startet.“ Er sagt, bei positiver Performance werde das Risikobudget systematisch erhöht, bei fallendem Kursverlauf dagegen erfolge eine automatische Reduktion des Risikobudgets. „Beim Durchbrechen vordefinierter Risikobänder treten zusätzliche regelbasierte Begrenzungen des maximal zulässigen Risikos in Kraft, wobei ein Mindest-VaR als Floor-Schutz verankert ist.“ Diese regelgebundene Logik schaffe, so erklärt es Plamen, einen disziplinierten, reproduzierbaren Mechanismus, der in Stressphasen Schutz biete und gleichzeitig steuerbaren Spielraum für die Partizipation an Erholungen ermögliche.

Auf dieser systematischen Basis arbeiten sie bei Amundi Deutschland in der qualitativen Asset-Allokation zweigleisig zum Schutz der Kundengelder, wie der Portfoliomanager außerdem anmerkt: „Erstens durch konservative Portfolio-Konstruktion, gestützt auf interne Volatilitätsanalysen, Regeln zur Vermeidung prozyklischer Positionierung und eine dynamisch aktualisierte Korrelationsmatrix, die unter anderem je nach Marktphase auch das Risiko gleichzeitiger Verluste von Aktien und Renten in der Risikobudgetierung berücksichtigt.“

Zweitens kommen gezielte Absicherungsstrategien zum Einsatz. Dazu dienen „primär Futures für direktionale Hedges und Optionen für konvexe Positionen, die das Downside begrenzen, ohne die Teilnahme an Aufwärtsbewegungen vollständig zu verhindern“. Da eine permanente naive Optionsdeckung kostspielig wäre, wie Portfoliomanager Plamen sagt, „konzentrieren wir uns auf die Konstruktion und das aktive Management komplexerer Optionsstrukturen und Hedging-Overlays, um das Absicherungspotenzial zu erhalten und die Prämienbelastung zu minimieren“.

Fassen wir zusammen: Die betrachteten Fondsgesellschaften greifen bei ihren Wertsicherungskonzepten auf individuelle Ansätze, zunehmend vielfältigere Anlageklassen und kostengünstige Derivate zurück, um die Anleger vor schmerzhaften Verlusten zu schützen. Damit schaffen sie die Voraussetzung, um an Aufwärtsbewegungen partizipieren zu können.

	Volatilität 2025 in Prozent	institutionelles Volumen in Milliarden Euro	Management Fee in Basispunkten
	4,5	3,3	35 ²
	2,56 ³	k. A.	individuell
	6,7 ⁵	k. A. ⁶	individuell
	5,31	2,6	52
	6,86 / 4,83 / 3,12 / 2,23 ⁹	12,4	35 ¹¹
	5,00 ¹²	26	individuell

9) Angegeben ist die Volatilität (p. a.) der institutionellen Anteilsklasse C. Beim Wertsicherungsfonds 98 gibt es nur eine Anteilsklasse. 10) Je nach strategischer Risikovorgabe der Kunden 11) Publikumsfonds: 35 Basispunkte, bei Spezialfonds: individuell 12) Im Jahr 2025 betrug die Volatilität des Leitportfolios Multi Asset Asymmetric 5,0 Prozent.

Quelle: eigene Recherche; © portfolio institutionell

Fun ohne Fund

Von Patrick Eisele

Private-Equity-Anleger wünschen sich effizientere Zugänge, mehr Transparenz und natürlich weniger Gebühren. Für diese Ziele sind Co-Investments eine erprobte Strategie. Aufbauend auf der Co-Idee gewinnt aber auch das Fund-less-Sponsoring an Beliebtheit. Der Fun von Fund-less-Sponsoring liegt auf der Investorenseite.

Co-Investments sind etablierter Bestandteil von sophistizierten Private-Equity-Portfolios. Große Pensionsfonds, Versicherungen und auch Family Offices schätzen, dass sie abseits klassischer Fondsstrukturen kostenoptimiert und effizient und vor allem mit Transparenz investieren können. Was bei Family Offices noch dazu kommt: die unternehmerische Ader und somit auch ein Faible für Directs. Laut Wealth Manager Berenberg, der von 1.200 Single Family Offices in der DACH-Region ausgeht, agieren Family Offices sehr oft als Risikokapitalgeber in Form von Direktbeteiligungen. Gemäß Berenberg ging zwar der Anteil von Single Family Offices, die mehr als 40 Prozent ihres Vermögens in Direktbeteiligungen investieren, von 2023 bis heute von 30 auf 21 Prozent zurück. Dieser Rückgang dürfte zu großen Teilen auf der guten Performance von liquiden Assets beruhen und auf dem Wunsch, in diesen Zeiten lieber breit zu investieren. Viele Neugründungen von Family Offices werden jedoch dazu beitragen, dass Direktbeteiligungen absolut betrachtet weiter auf sehr hohem Niveau bleiben.

Diese Charakteristika finden Family Offices aber auch in einem weiteren Segment: Fund-less-Sponsoring. Da sich dies etwas ärmlich anhört und den Ruch hat, dass es sich um am Fundraising gescheiterte General Partner handelt, hat sich in der Szene der Euphemismus Independent Sponsor Model, kurz ISM, etabliert.

Auch Holger Rossbach von Vorsprung Partners räumt ein, dass die Wahrnehmung von ISM zumindest in der Vergangenheit eher negativ war: „In den 2010er Jahren waren das Teams, die es nicht geschafft haben, einen Fonds zu räumen.“ Heute seien in diesem Markt dagegen eher Teams unterwegs, die noch zu jung für Commitments erscheinen und erst über ein paar Deals ihre Fähigkeiten beweisen beziehungsweise erste Track Records aufstellen müssen. Erst dann erscheint ein Fundraising erfolversprechend. „Viele dieser Teams entwickelten sich auf dem ISM-Weg zu erfolgreichen Fondsmanagern“, so Rossbach. Etabliert haben sich zudem Häuser wie Vorsprung, Madaus Capital Partners oder Headway Capital, die ISM nicht nur als Wegbereiter zum ersten Fonds, sondern als Unternehmensstrategie sehen. Die Hamburger Vorsprung – Claim: Entrepreneurial Capital for the German Mittelstand – hat einen Pool von etwa 30 unternehmerisch veranlagten Familien um sich geschart, von denen man für jede Transaktion Geld einsammelt. Anders als auf dem klassischen Private-Equity-Weg wird also zuerst ein Target identifiziert und dann das Geld eingesammelt. Rossbach: „Pro Deal sind fünf bis zehn Investoren in unterschiedlichen Größen dabei. Einige unserer Investoren sind bei allen unseren fünf Mittelständlern, die wir bisher erworben haben, dabei.“

Evolutorisch betrachtet, entstand für Rossbach ISM aus Co-Investments mit General Partnern, in deren Fonds man auch investiert war. Der nächste Entwicklungsschritt waren dann Cos von LPs mit GPs zwischen denen keine Fonds-Beziehung besteht. Vor zwei bis drei Jahren entstand dann hierzulande mit ISM die Krone der Vehikel-losen Wertschöpfung. Club Deals wiederum können im Stammbaum der Direct-Investments als ältere Entwicklungslinie gesehen werden, auf der LPs gemeinsam – aber im Gegensatz zu

ISM – ohne Asset Manager investieren. Eng verwandt mit ISM sind Search Funds. Alimentiert von Finanzpartnern, ziehen hier unternehmungslustige Talente los, um einen Mittelständler zu suchen, zu kaufen – und selbst Unternehmer zu werden. Findet der Searcher einen hidden Champion, greifen seine Geldgeber für den Unternehmenskauf noch einmal viel tiefer in die Tasche. Wenn alles klappt, winkt den Finanzpartnern eine schöne Rendite, der Mittelständler löst sein Nachfolgeproblem und der Jungunternehmer, der vom „Searcher“ zum Chef mutiert, hat eine realistische Chance, Millionär zu werden. Diese Chance ist auf jeden Fall realistischer, als mit einem Start-up Milliardär zu werden. Akademisch beschäftigt sich die TU München mit dem Thema „Entrepreneurship-through-Acquisition“ (ETA). In der Riege der Partner des ETA-Hubs findet sich unter anderen Tengelmann Growth Partners.

Verbreiten konnten sich Co-Investments, Club Deals, ISM und Search Funds sowie auch Secondaries nach der Finanzkrise. Seit dieser achten Investoren verstärkt darauf, dass ihr Geld möglichst schnell zum Arbeiten kommt. Die Population der ISM-Player beläuft sich für Rossbach in der DACH-Region auf über 30. Demgegenüber stehen über 50 institutionelle, „klassische“ General Partner, die ebenfalls die deutschsprachige Region beackern. Rossbach war zuvor Co-Head Private Equity & Private Debt bei Palladio Partners und Managing Director bei Cambridge Associates. Rossbachs Beispiel zeigt, dass das ISM auch bereits etablierte Private-Equity-Manager reizt. Er ist auch nicht der einzige. „Viele, die heute als ISM arbeiten, kommen von etablierten Organisationen und verfügen über einen Track Record“, sagte der Private-Equity-Experte Ryan Schlitt den Researchern von Pitchbook. Schlitt meint, dass sich viele in der Investment-Community lieber mit diesen Experten als mit Blind-Pool-Anbietern verpartnern.

Die Zahl der ISM-Player dürfte tendenziell weiter steigen. Ein Grund ist die relativ niedrige Eintrittshürde. Ein anderer, dass viele LPs in diesen Tagen dazu neigen, ihr Geld vor allem großen, etablierten Marken anzuvertrauen. Dies macht es Emerging Managern schwer, einen Fonds aufzulegen. Realistischer als das Ziel, einen hohen dreistelligen Millionenbetrag für einen Fonds einzusammeln ist darum, für einen Deal zehn bis 75 Millionen Euro aufzutreiben. Diese Range nennt eine Studie von Addleshaw Goddard als mittlerweile üblich, wobei die tatsächliche Umsetzung im unteren Bereich leichter fällt. Gewachsen ist aber auch die Nachfrageseite, ohne die ISM nicht möglich wäre. „Meist sind es Family Offices, die Fund less investieren“, erklärt Rossbach. Es gäbe aber auch bei institutionellen Investoren entsprechende Weiterentwicklungen.

In München bietet Madaus Capital Partners Investoren an, Deal by Deal ein eigenes Beteiligungsportfolio per Co-Investments und Club Deals zu entwickeln. Derzeit hält man laut eigenen Angaben 15 direkte unternehmerische Beteiligungen. Zu diesen zählt auch ein australisches Telekommunikationsunternehmen, in das man gemeinsam mit der Silverfern Group investiert. Statt auf klassische

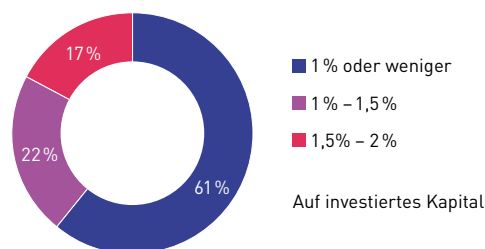
LG/GP-Relationships stützt sich Silverfern lieber auf ein globales Netzwerk aus lokalen Family Offices oder Private-Equity-Firmen, mit dem man gemeinsam in Mittelständler investiert, wobei man bei den Deals auch eine strategische Perspektive haben kann.

Fund-less-Sponsoring-Fonds

Headway Capital aus London investiert laut Selbstauskunft seit über 20 Jahren auf Deal-by-Deal-Basis mit emerging und established Private Equity Managern in über 150 primär lower Midmarket Buyout Transaktionen je 15 bis 50 Millionen Euro. Headway geht davon aus, dass mit dem Wachstum der Private Markets auch der Independent-Sponsor-Markt und die Nachfrage von GPs nach maßgeschneiderten und flexiblen Kapitallösungen wächst. Der Manager hat in 2025 bereits seinen fünften Fonds über dem Target bei 627 Millionen Euro geschlossen, ist also ein GP, der der ISM-Welt längst entwachsen ist. Der Strategie bleibt man trotzdem treu, man offeriert also – wie auch Silverfern – Fund-less-Sponsoring-Fonds. Nach eigenen Angaben handelt es sich um den größten Fonds, der sich auf Investments mit Private-Equity-Sponsoren auf Deal-by-Deal-Basis in Europa und Nordamerika konzentriert, wobei der Schwerpunkt auf unabhängigen Sponsoren liegt. Commitments lägen von Pensionsfonds, Vermögensverwaltern, Stiftungen und Family Offices vor. „Wir freuen uns sehr, weiter von unserer zwanzigjährigen Erfahrung und unserem First-Mover-Vorteil als einer der wenigen institutionellen Kapitalgeber zu profitieren, die sich auf die Finanzierung von Sponsoren auf Deal-by-Deal-Basis spezialisiert haben“, erklärte Headways Laura Shen.

Die in Amsterdam ansässige Rise Point co-investiert ebenfalls mit etablierten independent Sponsors. Laut Rise Point fängt das Independent-Sponsor-Modell an, sich in Europa zu etablieren, insbesondere in DACH und UK. In diesen Regionen taxiert Rise Point die Zahl der ISM-Gruppen auf derzeit 150. In Europa liege der Wert der ISM-Transaktionen zwischen fünf und 100 Millionen Euro und typischerweise würden die Tickets 50 Millionen Euro und mehr kosten. Für Rise Point mauserten sich „Directs“ zu einem Trend. Dieser stehe auch „für eine Veränderung bei den Investitionen von

Überschaubare Management Fee



Quelle: Addleshaw Goddard; © portfolio institutionell

Family Offices. Family Offices sind sophistizierter geworden, sodass eine passive Limited-Partner-Struktur möglicherweise nicht mehr die praktischste Lösung ist.“

Pros und Cons des ISM

Klassische Fondsanbieter würden allerdings von sich sagen, dass sie die praktischste Lösung sind, da sie Investoren aufgrund ihres bereits eingesammelten Geldes Transaktionssicherheit bieten. Dagegen müssen ISM für jede Transaktion erst einmal Geld einsammeln. Und auch wenn ein Nachschuss fällig ist, kann man nicht auf dry powder zurückgreifen. Der independent Sponsor Smash VC bezeichnet das Geldeinsammeln als die bei weitem größte Herausforderung für ein Deal Closing. In einem Statement betont Smash VC die Relevanz von Netzwerken. Es brauche Kontakte zu vermögenden Privatpersonen, Family Offices und Institutionen, die fünf bis 50 Millionen Dollar investieren können. „Das ist keine leichte Aufgabe. Da Private-Equity-Firmen und High-net-worth-Individuals nicht auf den Bäumen wachsen, ist es sogar für die talentiertesten Dealmaker immer herausfordernd, Zugang zu ausreichend Kapital zu bekommen. Alles hängt davon ab, wen man kennt.“ Das Argument der ISM-Anbieter ist dagegen die Transparenz über das Target, wohingegen der Anleger bei der Zeichnung eines geschlossenen Fonds ein Blind-Pool-Risiko eingeht.

Dieses Für und Wider trifft für Fund-less-Sponsoring-Fondsanbieter wie Headway nicht exakt zu. Headway kann dank des fünften Fonds für sich neben Diversifikation Transaktionssicherheit reklamieren, die Transparenz ist aber eingeschränkt. Dass Headway in der Final-Closing-Mitteilung verkündet, dass 40 Prozent von HIP V bereits für 13 Investitionen zugesagt sind, könnte man so interpretieren, dass die im Vergleich zum puren ISM geringere Transparenz ein wunder Kritikpunkt ist. Wo Headway und andere Fondsanbieter definitiv mit echtem ISM nicht mehr mithalten können, ist bei den Punkten „Nähe“ und somit Kontrolle sowie Kosten.

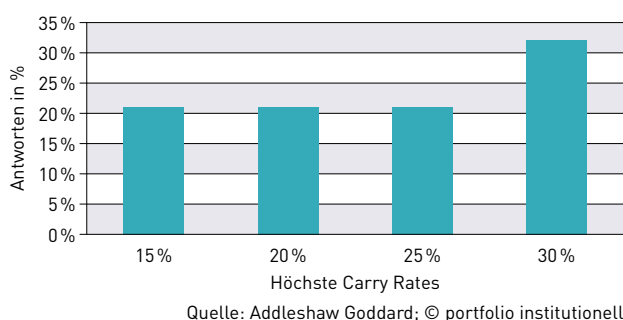
Ein weiterer Vorteil eines ISM ist nämlich für unternehmerisch denkende LPs, dass sie das Target nicht nur vorher kennen, sondern

nach dem Erwerb auch viel näher als bei einem geschlossenen Pool-Fonds an diesem „dran“ sind und somit mehr Einfluss haben. Davon kann auch der GP profitieren. „Hinter Vorsprung stehen einige Familien, die viel Sektorwissen einbringen können“, sagt Rossbach. Direkt zu investieren, entspricht dem Selbstverständnis einiger Single Family Offices als aktive Mitgestalter, teilt Berenberg mit. „Es reicht vielen nicht mehr, ausschließlich beratend und passiv an der Seitenlinie zu agieren. Vielmehr übernehmen sie operative und strategische Rollen innerhalb ihrer Direktbeteiligungen.“ Laut Berenberg sind etwa 23 Prozent der befragten Family Offices operativ in ihre Direktbeteiligungen involviert. Nur zwölf Prozent würden als reine Finanzinvestoren auftreten. Der Rest sei auf strategischer Ebene eingebunden oder bringe sich situationsabhängig in die Steuerung ein. Schlussfolgerung für Berenberg: „Single Family Offices agieren zunehmend als aktive Investoren, die über die reine Kapitalbereitstellung hinausgehen und ihre Engagements mit klaren Steuerungs- und Wertsteigerungszielen verbinden.“

Fund-less-Fees für GPs Fun-less

Weiterer ISM-Vorteil: Kosten. Rise Point informiert, dass allgemein gesprochen beim Closing eine einmalige Transaktionsgebühr von ein bis zwei Prozent in Rechnung gestellt wird. Hinzu kommt ein als „healthy“ beschriebenes Entgelt für das Management und eine Performance Fee von zehn bis 15 Prozent, wenn die Hurdle Rate von acht bis zehn Prozent genommen wurde. Smash VC verweist auf eine Studie der Kanzlei McGuireWoods, in der die Closing Fee bei einem bis fünf Prozent rangiert und nicht in Cash, sondern in Anteilen bezahlt wird. Die Management Fee wird bei drei bis fünf Prozent verortet – allerdings auf das Ebitda und nicht auf den Unternehmenswert berechnet. Die Performance Fee liegt bei zehn bis 20 Prozent, könne aber im Fall von etablierten Sponsoren auch höher ausfallen. Für Europa stellt Addleshaw Goddard bei der Hälfte der Transaktionen eine Closing Fee von einem bis 1,5 Prozent sowohl auf den Unternehmenswert als auch auf das investierte Kapital fest. Oft werde erwartet, dass diese Gebühr in Deal-Anteile gewandelt wird. Die Management Fee liege in den meisten Fällen bei einem Prozent oder sogar weniger. Dafür liegt der Carry bei über der Hälfte der Deals bei 25 bis 30 Prozent.

Über die Hälfte mit relativ hohem Carry



Smash VC teilt zum Kostenthema mit, dass das unabhängige Sponsoring den Anlegern deutlich weniger Gebühren abverlangt. Während beim klassischen 2+20-Modell unabhängig von der Wertentwicklung der Anlagen ein Prozentsatz vom Gesamtbetrag abgezogen wird, „decken die festen Verwaltungsgebühren unabhängiger Sponsoren in der Regel nur ihre Kosten. Sie erzielen in der Regel nur dann nennenswerte Gewinne, wenn sie bei erfolgreichen Geschäften gemeinsam mit den Anlegern von den Gewinnen profitieren.“ Auch wenn sich noch keine bestimmten Konditionen etabliert haben, zeigt dies: Lehrjahre sind keine Herrenjahre und die fund-less Sponsors könnten von sich auch – zumindest zunächst einmal – von fun-less Sponsors sprechen.

Kostenseitig liegt der Spaß somit bei den Investoren. „Fees sind bei diesen Deals Verhandlungssache, sowohl was die Zusammensetzung der Fee-Komponenten als auch was die Höhe der Fees betrifft. Im Allgemeinen dürften aber die Gebühren niedriger als bei einem klassischen geschlossenen Fondsinvestment sein“, erklärt Private-Equity-Berater Philippe Roesch von Riam Alternative Investments. Annehmen könnte man zudem, dass auch die Kosten der Fondsauf-
lage wegfallen. Dies sei jedoch kein Punkt, der für ISM spricht. Roesch: „Bei einem geschlossenen Fonds werden die Kosten für das Vehikel durch die Management Fees gedeckt.“ Wie schon angesprochen, haben sich im Markt für ISM-Fees noch keine Standards entwickelt. Dies gilt auch für Feinheiten, ob der Carry auch Deal by Deal abgerechnet wird, oder – wie bei geschlossenen Vehikeln üblich – auf Portfolioebene. Was jedoch als sicher angenommen werden darf: „Im laufenden Betrieb ist ISM für den Investor günstiger als ein geschlossener Fonds“, erklärt Rossbach. Roesch nennt noch einen weiteren Punkt, mit dem sich gerade derzeit die Aufgeschlossenheit der LPs gegenüber ISM erklären lässt: „Beim ISM ist das Liquiditätsmanagement viel simpler. Man investiert, wenn man kann. Dagegen wird man bei einem Fonds zu einem unbekannten Zeitpunkt in unbekannter Höhe gecallt.“

Zur Risikostreuung lässt sich sagen, dass man im Deal-by-deal-Fall auf GP-Ebene viel stärker diversifizieren kann, dagegen auf Portfolioebene natürlich ein klassischer (Dach-)Fonds viel mehr Diversifikation bietet – und zwar bei einem viel geringeren zeitlichen Aufwand. Eine erfolgreiche Diversifikation hängt aber nicht nur von einer möglichst niedrigen Korrelation ab, sondern auch von der Qualität der einzelnen Assets – und gerade bei Private Equity von der Qualität der GPs. „Ein 3-Mann-Team kann nicht so professionell wie ein 50-Mann-Team eines etablierten GPs agieren – selbst, wenn die Zahl der Portfoliounternehmen viel geringer ist. Zudem dürften die ISM-Teams viel weniger stabil sein“, gibt Roesch zu bedenken. Laut Addleshaw Goddard liegt die Teamgröße bei knapp zwei Drittel der Fund-less-Sponsoren bei zwei bis fünf.

Der Fund-less-Sponsoring-Fun beim ISM liegt für viele LPs aber nicht nur bei den Kosten. „Es ist definitiv unterhaltsamer, das eigene Beteiligungsunternehmen oder -Projekt zu besichtigen, als im Büro zu sitzen und viermal im Jahr die Kennzahlen der GPs zugeschickt zu bekommen“, so Roesch. Doch abgerechnet wird am Schluss. Mangels Daten fällt die Aussage schwer, ob geschlossene Fonds oder ISM lukrativer sind. Indikationen geben Headway, die bereits Fonds Nr. 5 auflegen konnten – und zwar über dem Zielvolumen –, und Madaus, die eine Zielrendite von über 20 Prozent verfolgen. Die TU München führt eine Stanford-Studie an, laut der Search Funds im Schnitt einen IRR von 35,1 Prozent und einen Return on Investment von 4,5x erzielen. Anzunehmen ist, dass die Renditen von Fonds stabiler sind. Jeder Investor dürfte aber individuell gewichten, wie wichtig ihm Liquiditätsmanagement, Kosten, Diversifikation, Effizienz, strategische Überlegungen und Asset-Nähe sind – oder eben der Fun.

deal

Green, Blue und Pink Finance

Neue Perspektiven einer
nachhaltigen Finanzwirtschaft

portfolio
institutionell

Die Rubrik der Meinungsführer

ESG-Indizes ohne ausreichenden Impact

Wenn grüne Finanzierungen die Kapitalkosten emissionsintensiver Unternehmen erhöhen, entstehen Investitionsanreize zur Dekarbonisierung. ESG- und Klimaindizes sollen Kapital gezielt in klimafreundliche Geschäftsmodelle lenken und relative Finanzierungsvorteile schaffen. Als Benchmarks und Grundlage passiver Nachhaltigkeitsprodukte kommt ihnen eine zentrale Rolle zu.

Doch wie groß ist ihr ökonomischer Effekt? Unsere Studie „ESG/Climate vs Conventional Indices: Their Difference in Climate Premium“ (mit Dr. Bernd Scherer) analysiert 420 ESG- und Klimaindizes im Vergleich zu ihren Mutterindizes. Gemessen wird die Differenz in der Klimaprämie – also jenem Teil der Kapitalkosten, der auf ökologische Charakteristika zurückzuführen ist.



Das Ergebnis (Stand Mai 2023): Die durchschnittliche Differenz beträgt -2,4 Basispunkte. Der Effekt ist statistisch signifikant, ökonomisch jedoch gering. Zur vollständigen Internalisierung der gesellschaftlichen CO₂-Kosten wären – je nach Modellannahmen – mehrere hundert Basispunkte erforderlich. Ein zwei-

ter Befund: Die Mutterindizes weisen bereits eine klimabezogene Kapitalkostensenkung von rund 17 Basispunkten auf. Kapitalmärkte reflektieren ökologische Risiken also bereits. Der zusätzliche Effekt expliziter ESG- oder Klimaindizes bleibt begrenzt; der Spielraum für weitere Differenzen ist kleiner als häufig angenommen.

Wodurch entstehen die Unterschiede? Entscheidend ist weniger das ESG-Label als die Abweichung vom Marktportfolio. Je stärker ein Index konzentriert ist und sich vom Mutterindex entfernt, desto größer fällt der Effekt auf die Klimaprämie aus. Impact erfordert echte Allokationsentscheidungen. Wer Tracking Error minimiert, minimiert den Einfluss auf Kapitalkosten. Thematische Unterschiede spielen eine untergeordnete Rolle. Auffällig ist jedoch, dass einzelne ESG-Themen – etwa Indizes mit Fokus auf Frauenanteile in Vorständen – teilweise höhere Kapitalkosten aufweisen. Nachhaltigkeitsdimensionen wirken also nicht zwingend in dieselbe ökonomische Richtung. Für Investoren bedeutet das: ESG- und Klimaindizes ermöglichen Wertausrichtung bei begrenztem Performance-Risiko. Wer substanzielle Kapitalkostenveränderungen erzielen möchte, muss größere Marktabweichungen akzeptieren.

Aus regulatorischer Perspektive ist die Frage, ob Green Finance in seiner aktuellen Ausgestaltung die gewünschte Lenkungswirkung entfaltet – oder ob der Effekt strukturell begrenzt bleibt. Alternativ bleibt die direkte Lösung: eine explizite Bepreisung von CO₂.

Katja Scherer, Mitautorin der Studie und zum Zeitpunkt der Forschung wissenschaftliche Mitarbeiterin an der TU Dortmund

Die Neuigkeiten bei nachhaltigen Bonds

Der Markt für nachhaltige Anleihen hat seine Rolle als tragende Säule der Kapitalmärkte 2025 weiter gefestigt. Zwar blieb das globale Emissionsvolumen mit knapp einer Billion US-Dollar unter dem Vorjahr, doch das ausstehende Gesamtvolumen von rund sechs Billionen US-Dollar verdeutlicht die strukturelle Bedeutung von Green, Social und Sustainability-linked Bonds für institutionelle Portfolios. Was vor zehn Jahren noch Nische war, ist heute Kernbestandteil strategischer Asset-Allokationen.

Green Bonds dominieren weiterhin mit rund 55 Prozent Marktanteil. Dynamisch entwickelt haben sich Transition Bonds zur Finanzierung des Übergangs CO₂-intensiver Geschäftsmodelle sowie Sustainability-linked Bonds, deren Kupons an messbare Klimaziele gekoppelt sind – besonders im Industriesektor. Europa bleibt führende Emittentenregion. Großemissionen von Förderbanken und Staaten prägen das Bild.

„Regulatorisch“ setzt die International Capital Market Association mit aktualisierten Prinzipien neue Akzente. Präzisere Definitionen, thematische Leitfäden zu Natur- und Transformationsprojekten sowie höhere Ansprüche an Impact Reporting und externe Reviews



sollen Greenwashing begrenzen und die Vergleichbarkeit erhöhen. Transparenz wird damit zentraler Wettbewerbsfaktor. Parallel trat 2025 der EU Green Bond Standard in Kraft. Mindestens 85 Prozent der Mittel müssen taxonomiekonforme Aktivitäten finanzieren, externe Prüfer benötigen eine Registrierung bei der

Aufsicht. Das stärkt zwar die Glaubwürdigkeit, erhöht aber Kosten und Komplexität. Entsprechend blieb der Anteil EU-konformer Emissionen 2025 zunächst noch unter zehn Prozent – ein solider Start, aber noch kein globaler Benchmark.

Die verschärften Vorgaben wirken auch auf den Markt für Second Party Opinions¹. Mehr Wettbewerb, sinkende Margen und steigender Compliance-Aufwand belasten die Anbieter. Der überraschende Rückzug des einstigen Marktführers Morningstar Sustainalytics zeigt, dass das Geschäftsmodell SPO weniger attraktiv wurde.

Der Ausblick bleibt ambivalent. Einerseits treiben Taxonomie, Standardisierung und Berichtspflichten die Nachfrage der Investoren nach glaubwürdigen nachhaltigen Titeln. Andererseits drohen Bürokratie und politische Unsicherheiten, die Dynamik zu bremsen. Gelingt es, klare Regeln mit praktikabler Umsetzung zu verbinden, bleiben nachhaltige Anleihen ein Wachstumssegment – und ein zentraler Baustein langfristiger Investitionsstrategien.

Axel Wilhelm, Mitglied der Geschäftsleitung, NKI – Institut für Nachhaltige Kapitalanlagen

Impacts mit Blue Bonds

PGGM hat kürzlich sein erstes Impact-Investment in einen sogenannten Blue Bond getätigt. Bei Blue Bonds handelt es sich um Anleihen oder Darlehen, die Finanzmittel für eine nachhaltige Wasser- und Sanitärversorgung sowie für die Erhaltung und nach-



haltige Nutzung der Ozeane, Meere und Meeresressourcen für eine nachhaltige Entwicklung mobilisieren. Investitionen in Blue Bonds tragen zu SDG 6 (sauberes Wasser und Sanitärversorgung) und SDG 14 (Leben unter Wasser) bei.

Bei der Investition handelt es sich um eine von SABESP gegebene Anleihe im

Wert von 500 Millionen Dollar mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Kupon von 5,70 Prozent. Innerhalb des Kreditportfolios hat PGGM rund 15,6 Millionen Euro in diese Anleihen investiert. SABESP ist ein brasilianisches Trinkwasser- und Abwasserunternehmen, das in São Paulo und den umliegenden Regionen tätig ist. Der Erlös des Bonds dient der Verbesserung des Zugangs zu sauberem Trinkwasser und angemessenen sanitären Einrichtungen.

Diese Investition trägt direkt zu den Natur- und Biodiversitätszielen unseres Kunden PFZW bei und zeigt, dass finanzielle Renditen mit einer bewussten, positiven und messbaren Wirkung auf die Wiederherstellung der Natur und die Biodiversität einhergehen können. Dieses Wirkungsziel ist Teil unserer umfassenderen 3D-Strategie, bei der jede Investition im Hinblick auf Risiko, Rendite und Nachhaltigkeit abgewogen wird, um ein PFZW-Investmentportfolio zu entwickeln, in dem diese Dimensionen ausgewogen sind. Im Fall des SABESP-Blue-Bond wird die Wirkung anhand der Menge des aufbereiteten Wassers, der Anzahl der Einwohner, die mit Trinkwasser versorgt werden, und der Anzahl der Einwohner, die an die Abwasserentsorgung angeschlossen sind, gemessen.

Derzeit hat der Markt für Blue Bonds ein Volumen von 30 Milliarden Dollar, während Green Bonds mit einem Volumen von 2.000 Milliarden Dollar ausstehen. Wir gehen davon aus, dass der Markt für Blue Bonds erheblich wachsen wird, jedoch nicht so stark wie der Markt für Green Bonds. PGGM ist Mitglied des Blue Economy Advisory Committee. Dieses Komitee spielt eine wichtige Rolle bei der Weiterentwicklung des Blue-Bond-Rahmens mit dem Ziel, diesen zum Standard auf dem Kapitalmarkt zu machen.

Blue Bonds sind ein eindrucksvolles Beispiel dafür, wie man institutionelles Kapital für nachhaltige, wirkungsvolle Projekte mobilisieren und dabei mindestens marktübliche Renditen erzielen kann. Sie zeigen, dass Investoren sich nicht zwischen Rendite und Wirkung entscheiden müssen, sondern beides möglich ist.

Raymond van Wersch, Senior Portfolio Manager, PGGM Investments

Intention und Macher der ESG-Rubrik

Nachhaltigkeit und institutionelle Kapitalanlage wachsen zusammen. Forciert wird diese Entwicklung vom Gesetzgeber, der Öffentlichkeit, Anspruchsberechtigten und natürlich auch von den Anlageentscheidern, die sich von nachhaltigen Investments nicht nur ein gutes Gewissen, sondern vor allem auch geringere Risiken und stetigere Renditen versprechen.

Diese Entwicklung begleitet portfolio institutionell auch mit dieser ESG-Rubrik seit langem und auch in der Zukunft in den kommenden Ausgaben. Dabei wird in jeder ESG-Rubrik ein bestimmtes Subsegment der Nachhaltigkeitswelt von Investoren, Beratern, Verbänden und Asset Managern vorgestellt und beschrieben. Die Redaktion von portfolio institutionell bedankt sich bei allen Autoren, die zum Gelingen der ESG-Rubrik beitragen.

portfolio
institutionell

Auf die Verpackung kommt es an

Von Jochen Hägele

Collateralized Loan Obligations (CLOs) bündeln eine Vielzahl syndizierter Unternehmenskredite im Paket. Ihre AAA-Tranchen gelten als extrem sicher, zahlen eine deutliche Mehrrendite und die sich abzeichnende Solvency-Reform könnte den Papieren auch im Versicherungs-Asset-Management zum Durchbruch verhelfen. Doch bei manchen Anlagegremien wecken die CLOs auch Erinnerungen an die globale Finanzkrise und das damalige ABS-Debakel.

Die Zinsprämien auf liquide und illiquide Anlagen im Credit-Segment sind deutlich geschrumpft. Wenn also heute noch AAA-Papiere einen Zinsaufschlag von mehr als 100 Basispunkten bieten, ist das schon mal einen Blick wert. Das ist wohl der Grund, warum sich Collateralized Loan Obligations gerade zunehmender Beliebtheit erfreuen. Für The Duy Nguyen liegt der Grund für das große Interesse auf der Hand: „CLOs bieten eine widerstandsfähige Kreditqualität und dazu eine Spread-Prämie gegenüber Unternehmensanleihen vergleichbarer Ratings“, sagt der Leiter Secured Finance bei BNP Paribas Asset Management Alts.

Zinsen in der Paketlösung

CLOs bieten eine Art Paketlösung: Sie bündeln eine Vielzahl an syndizierten Einzelkrediten an Unternehmen – meist Senior Secured Loans. Insgesamt umfasst ein CLO oft 200 bis 300 variabel verzinsten Loan-Anteile mit einem Rating zwischen BB+ und B- und einer Laufzeit von fünf bis sieben Jahren. Bei den Kreditnehmern handelt es sich fast durchgehend um Unternehmen im Besitz von Private-Equity-Sponsoren. Das gesamte Kreditvolumen des Pakets kommt auf rund 400 bis 500 Millionen Euro. Doch erst die Struktur

macht aus den eher schwachen Einzelkrediten ein starkes Gesamtpaket. Anders als etwa in einem Private-Debt-Fonds oder einem Syndicated-Loan-Fonds schlägt nicht jeder Ausfall eines Schuldners auf alle Anleger durch. Denn der CLO selbst hat mehrere Tranchen, die je nach ihrer Seniorität in der CLO-Kapitalstruktur unterschiedliche Ratings und Renditen aufweisen. Das Spektrum reicht von den qualitativ hochwertigsten AAA- und AA-Notes über Mezzanine-Notes mit BBB- und BB-Ratings bis zu den Equity-Notes, die man oft als First-Loss-Tranchen bezeichnet. Die Zahlungen auf die Einzelkredite generieren nach dem Wasserfallprinzip zunächst die Kupon- und Tilgungszahlungen an die Anleger der AAA- und AA-Tranchen, die meist etwa 60 bis 65 Prozent des gesamten CLO ausmachen. Die nachrangigen Tranchen tragen dagegen die ersten Verluste und zahlen dafür höhere Zinsen.

Natürlich weckt das Stichwort „Struktur“ bei vielen Anlegern böse Erinnerungen an die globale Finanzkrise, als viele ihre Bestände in Asset Backed Securities (ABS) weitgehend abschreiben mussten. Zwar fallen auch CLOs in die ABS-Kategorie – aber sie unterscheiden sich in wichtigen Punkten von den damals betroffenen ABS-Strukturen wie Collateral Debt Obligations und Residential Mortgage Backed Securities. Die Unterlegung mit Unternehmenskrediten aus verschiedenen Sektoren birgt weitaus mehr Streuung als zweitrangige Immobilien- oder Verbraucherkredite. Das zeigte auch die Finanzkrise: Zwar kamen die CLO-Kurse temporär unter Druck, allerdings musste kein AAA- oder AA-CLO Verluste hinnehmen. Mit ihrer Konstruktion schnüren die Papiere also aus eher schwachen Einzelteilen ein solides Gesamtpaket. Die Einzelkredite, die der CLO-Manager zu einem soliden Gesamtpaket bündelt, werden in einer Zweckgesellschaft (SPV) verwaltet.

Das Hauptargument für CLOs ist ihr attraktiver Spread: Im AAA-Segment schwankt der CLO-Aufschlag aktuell zwischen 100 und 120 Basispunkten und liegt bei etwa 60 Basispunkten bei liquiden Unternehmensanleihen, bei BBBs zahlen CLOs rund 300 versus 80 Basispunkte bei BBB-Bonds mehr. Für den Mehrertrag gibt es verschiedene Gründe: „Eine CLO-Struktur hat mehrere Parameter“, sagt Norbert Adam, Leiter CLO-Portfoliomanagement bei Lupus Alpha. Es bestehen Optionalitäten wie Kündigungen, Refinanzierungen oder Leverage-Reduzierungen, die sich statistisch nur näherungsweise modellieren lassen. „Ich kann nicht pauschal behaupten, dass 130 Basispunkte Spread für ein AAA-Rating attraktiv sind, wenn ich nicht weiß, ob ich diesen Spread nur für anderthalb bis zwei Jahre erhalte oder im besten Fall für sieben Jahre.“ Dazu kommt, dass der Markt stark fragmentiert ist.

Regulatorischer Rückenwind

Dazu kommen Markteintrittsbarrieren für viele regulierte Anleger: Für viele Versicherer ist unter Solvency II die geforderte Eigenkapitalunterlegung prohibitiv hoch und deutlich höher als etwa bei Direct Lending. Doch das könnte sich schon bald mit der Reform von Solvency II ändern. Gehen die Vorschläge der Europäischen Kommission durch, könnte die Kapitalanforderung für AAA-CLOs um rund 80 Prozent auf das Niveau von Covered und hochwertigen Corporate Bonds sinken. Winkt das EU-Parlament die Reform durch, gilt diese ab Januar 2027. Vorboten bemerkt man bereits: „Seit die Reform sich abzeichnet, interessieren sich auch viele kleine Versicherungen für CLOs“, so Lupus-Alpha-Experte Adam. Auch Harald Eggerstedt, Senior Consultant bei Faros Consulting, hält es für angebracht, die strikte Regulierung in einigen Bereichen, wie der Behandlung von AAA-CLOs, nachzujustieren: „Solvency II ist natürlich geprägt vom Eindruck der Finanzkrise.“ Bei AAA-CLOs sei man dabei vielleicht etwas übers Ziel hinausgeschossen. Bereits heute sind die großen Versicherer im CLO-Markt aktiv. Diese nutzen interne Tools und investieren oft auch in Eigenregie in ausgewählte CLOs. Doch auch Versicherer mit hoher Eigenkapital- und Solvenzquote wie die WGV investieren bereits – in der Regel über Spezialfonds.

Die oberen Segmente des CLO-Marktes gelten zwar als extrem sicher und in der rund 30-jährigen CLO-Historie gab es keinen Fall, in dem eine AAA- oder AA-Tranche ausfiel. Schwankende Liquidität kann aber vor allem auf den nachgelagerten Stufen zu Preisausschlägen führen. Christian Jopp aus dem Anlage-Management der Württembergischen Gemeinde-Versicherung (WGV) hatte in der Lehman-Krise 2008 miterlebt, wie die Kurse etwa im A-Bereich absackten. „Die Preis-Volatilität in der Finanzkrise war gigantisch, die Papiere wurden damals mehr oder weniger auf den Markt geworfen.“ Zugleich zeigte sich aber ein deutlicher Unterschied zu anderen ABS-Strukturen: „Man konnte auch einen Tag vor Lehman ein Portfolio von US-CLO-Equity kaufen und trotzdem immer noch sehr gutes Geld verdienen, sofern man im Markt blieb“, so Jopp.

Der Aufstieg der CLOs hängt wie so viele Entwicklungen im Credit-Markt auch mit dem Rückzug der Banken aus der Unternehmensfinanzierung zusammen: „Rund 70 Prozent des gesamten Loan-Marktes wandert heute in den CLO-Markt“, schätzt Adam. Die PE-gesponsorten Firmen sind mittelgroße bis große Unternehmen mit Bilanzsummen von durchschnittlich zwei Milliarden Euro, anders als im Direct Lending, wo oft der Fokus auf dem Lower Mid Market ist. Der Schwerpunkt der CLO-Loans liegt im Bereich von 750 Millionen bis einer Milliarde Euro, ein CLO steigt in der Regel ohnehin erst bei syndizierten Krediten ab 250 Millionen Euro ein.

Widerstandsfähige Credit-Lösung

Mit CLOs könnten Anleger auch in der aktuellen Phase besser aufgestellt sein, wenn es an den Credit-Märkten ungemütlich wird, glaubt Lupus-Alpha-Spezialist Adam. Dagegen vermutet er, dass gerade im zuletzt heiß gelaufenen Private-Credit-Markt einige Enttäuschungen lauern: „Acht Prozent Rendite auf Private Debt und dazu eine geringere Kapitalbelastung als auf einem AAA-CLO waren in den letzten Jahren natürlich starke Argumente für viele Versicherer, in Direct Lending zu gehen“, sagt er. Jeder Default schlage sich hier aber unmittelbar im Portfolio nieder. Er glaubt daher: „Viele dieser Anleger werden spüren, dass sie direkt an der Wasserstandslinie sind. Bei uns muss das Wasser dagegen erst bis in den ersten oder zweiten Stock steigen, bis es weh tut“, so Adam.

Das sieht WGV-Experte Jopp ähnlich: „Natürlich muss das Underlying eine bestimmte Qualität haben, aber im Grunde genommen sichert mich bei einer AAA-Tranche schon die Struktur extrem gut ab.“ Bei der üblichen Subordination von rund 40 Prozent müssten schließlich rund 40 Prozent aller Unternehmen im CLO zu Null ausfallen, bevor die AAA-Tranche in Probleme gerät. „Aus meiner Sicht ein extrem unwahrscheinliches Szenario“, so Jopp: „Wenn das passiert, haben die meisten Investoren ohnehin ein ganz großes Problem im Gesamtportfolio, denn das sind ja auch sehr große Unternehmen, die für die Wirtschaft durchaus essenziell sind.“

Doch die Grenze von Direct Lending und syndizierten Krediten verwischt sich seit rund zwei Jahren zusehends. Das beobachtet etwa BNP-Paribas-Alts-Experte Nguyen: Unternehmen einer gewissen Größenordnung hätten oft die Wahl zwischen dem Gang an den High-Yield-Bond- und den syndizierten Loan-Markt. Dazu versuchen auch immer mehr Kreditfonds bei den größeren Kreditvolumina mitzumischen, so Nguyen. Er sagt: „Wir bewegen uns in einem günstigen Umfeld für Unternehmen, da sie zwischen verschiedenen Kreditgebern wählen können.“ Das habe mehrere Konsequenzen: Zum einen finanzieren sich Unternehmen leichter und nutzen teils deutlich längere Laufzeiten. „Das ist auch aus Kreditperspektive vorteilhaft, da die Firmen ihr Refinanzierungsrisiko senken“, so Nguyen. Für die Kreditgeber sehe das jedoch etwas anders aus: „Hier sehen wir auch negative Aspekte wie den Trend hin zu Covenant-Lite-Strukturen.“ Tatsächlich gibt es heute

kaum noch Covenants im für CLOs entscheidenden Syndicated-Loan-Markt und der Trend zu laxeren Wertsicherungsklauseln setzt sich auch im Direct Lending bei kleineren Firmen fort. CLO-Portfolios unterlägen aber klar definierten Anlagekriterien. So würden etwa Kredite mit Payment-in-Kind-Klauseln nur sehr eingeschränkt berücksichtigt, erklärt Nguyen. Er verweist darauf, dass die Loan Default Rates derzeit mit ein bis 1,2 Prozent pro Jahr weit unter dem 20-Jahresdurchschnitt von zwei bis drei Prozent lägen. Zugleich sei aber auch die Recovery Rate deutlich gesunken: Statt 70 bis 80 hätte diese zuletzt noch 50 bis 60 Prozent betragen – auch eine Folge der laxeren Covenants. Aber für CLOs könne man daraus nur begrenzt Risiken ableiten: „In den CLO-Tranchen haben wir eigentlich nur Ratingverbesserungen gesehen“, so Nguyen.

Strategische Asset-Allokation

Investoren nutzen CLOs schwerpunktmäßig im Liquiditätsmanagement. So auch die WGV, die den Großteil ihrer insgesamt rund 3,7 Milliarden Euro Anlagevolumen in der Sachversicherung verwaltet. „Im Vergleich zu kurzlaufenden Covered Bonds oder Unternehmensanleihen bieten selbst die konservativsten und kurzlaufendsten CLOs einen deutlichen Mehrertrag“, so Jopp. Harald Eggerstedt hält CLOs für bestimmte Anlegergruppen für besonders geeignet: „CLOs können durchaus ein interessanter Portfoliobaustein sein für Investoren, die mit Volatilität und Illiquidität umgehen können.“ Denn klar sei, dass CLOs irgendwo zwischen liquidem und illiquidem Bereich rangieren. „Wenn man schon bis oben mit illiquiden Anlagen voll ist, ist das sicher nicht das richtige“, so der Berater. Gerade die Zwischenstellung zwischen potenziell illiquidem Inhalt und liquider Anlagestruktur schaffe zwar Preisvolatilität, habe aber auch Vorteile: „Die tägliche Preisnotierung ist für Investoren ein durchaus interessanter Indikator.“ Das gelte gerade bei negativen Marktschocks. Eggerstedt: „Bei Private Debt wissen Sie als Investor ja gar nicht unmittelbar, wie groß die Auswirkung auf Ihre Anlage ist, bei CLOs gibt Ihnen der Kurs immerhin eine rasche Indikation über das Sentiment am Markt.“

In der potenziellen Liquiditätsschwankung sieht auch Jopp einen wichtigen Aspekt: „Wenn ich an einem guten Tag um 9 Uhr

morgens entscheide, das komplette CLO-Portfolio zu verkaufen, hätte ich wahrscheinlich bis abends alles zu der Bewertung verkauft, die auch draufsteht. Wenn ich das gleiche in den Wochen nach dem Liberation Day gemacht hätte, wäre das deutlich schwieriger gewesen.“ Bei CLOs könne die Liquidität plötzlich austrocknen. „Darüber muss man sich vor der Allokationsentscheidung im Klaren sein und auch klarstellen, dass man diese Anlagen in Stresssituationen nicht verkaufen wird.“ Die WGV investiert vor allem über Mandate in CLOs. Bei liquiden Publikumsfonds mit CLO-Fokus ist Jopp etwas vorsichtiger. „Eine Anlageform, die eigentlich nicht wirklich und in jedem Umfeld liquide ist, in ein liquides Anlagevehikel zu packen, ist nicht ganz unkritisch.“

Tatsächlich sind die Spreads wie im gesamten Credit-Segment auch im CLO-Markt zuletzt gesunken, aber sie sind noch immer deutlich höher als bei vergleichbaren Einzelanleihen. „Der Markt ist insgesamt enger bewertet, aber wir glauben, dass die starke Dynamik insgesamt zu einer Normalisierung der Reiseflughöhe führt“, so Nguyen. Vom absoluten Tiefpunkt sind die aktuellen Spreads noch ein ganzes Stück entfernt: Diesen erreichten sie 2018 mit 60 bis 70 Basispunkten im AAA-Segment. Adam kann sich zwar eine leichte Zunahme der Defaults vorstellen, die aber am Investmentgrade-CLO-Markt kaum Auswirkungen haben dürfte: „Bei uns werden keine Ausfälle stattfinden.“ Euribor plus 250 Basispunkte sei der Ertrag, den Anleger als Hausnummer erwarten können im AAA-Bereich.“ Positiv blickt auch Moody's auf den Markt: Die Finanzierungsbedingungen dürften die Performance von CLOs weiter stärken, heißt es dort im aktuellen CLO-Ausblick. Dazu erwartet Moody's sinkende Ausfallraten im HY-Segment. „In einem Umfeld niedriger Zinsen könnte eine zunehmende Leveraged-Buyout-(LBO)-Aktivität die Emission neuer CLOs ankurbeln, begleitet von einer weiterhin starken Refinanzierungs-Pipeline“, heißt es.

Euro-CLOs mit Zusatzsicherung

Der gesamte Securitised Market kommt heute auf rund 30 Milliarden Dollar. Davon ist der CLO-Markt nur ein kleiner Teil: Das weltweit ausstehende Volumen in CLOs liegt bei rund 1,4 Billionen Dollar, davon steht der US-Markt für etwa eine Billion Dollar und der europäische Markt für 300 bis 350 Milliarden Dollar. Der Markt ist damit noch immer deutlich kleiner als etwa der US-Hochzinsmarkt mit etwa 1,4 Billionen Dollar an ausstehendem Volumen. US- und Euromarkt unterscheiden sich auch regulatorisch: Nach europäischen Vorgaben muss der CLO-Manager mindestens fünf Prozent in den risikotragenden Tranchen halten. „Der Manager trägt also häufig die Hälfte der First-Loss-Tranche“, so Adam. Er hält das für ein sinnvolles Instrument: „Die Manager schauen schon, dass sie nicht ihr eigenes Geld vernichten.“ In den USA wurde eine entsprechende Vorgabe unter Trump wieder zurückgenommen, dennoch können vor allem große Investoren mit entsprechender Marktmacht dort weiter einzelne CLOs nach europäischem Standard durchsetzen.

Der Mehrertrag von CLOs

Rating	Spread in bps	Rating	Spread in bps
AAA	100	BBB	295
AA	155	BB	555
A	190	B	900

EUR CLO Sekundärmarktspreeds; Stand: 20.02.2026 Quelle: Citi Velocity;
© portfolio institutionell

SIS 9

Sustainable
**Investor
Summit**

D-A-CH 2026

9. Fachkonferenz für Sustainable Finance & Impact Investing



Strategien für die Transformation von Kapitalmarkt und Realwirtschaft

Als spezialisierte Arbeitskonferenz für institutionelle Investoren in der DACH-Region widmet sich der SIS der praktischen Umsetzung von Nachhaltigkeitsstrategien in der Kapitalanlage. Hier bündeln Portfoliomanager, Wissenschaftler und Regulatoren ihre Expertise, um die Markttransformation aktiv zu gestalten.

WIEN

18.–19.03.2026

ZÜRICH

22.04.2026

FRANKFURT

12.–13.05.2026

Im Fokus stehen:

- **Peer-Benchmarking:** Belastbare Orientierung und konkrete Blaupausen für die eigene Portfoliostrategie durch direkten Austausch auf Augenhöhe.
- **Realitätscheck:** Offene Debatten im geschlossenen Fachkreis über reale Hürden und tragfähige Lösungen – jenseits von Marketing-Narrativen.
- **Marktzugang:** Zugang zu spezialisierten Investitionsfeldern und -themen wie Transition-Infrastruktur, Natural Capital und Biodiversität.
- **Regulatorik:** Präzise Übersetzung globaler Trends in die lokalen Rechtsrahmen von Deutschland, Österreich und der Schweiz (SFDR, CSRD).

**JETZT Ticket
sichern:**



Gütliche Trennung für mehr Performance

Von Tobias Bürger

Institutionelle Anleger halten sich bei Immobilienkäufen zurück. Es ist die Zeit der Bestandsanalyse, an deren Ende mehr und mehr der Wunsch nach einem neuen Asset Manager stehen kann. Waren Mandatswechsel im Spezialfondsgeschäft in der Vergangenheit eher selten zu finden, wird es in Zukunft mehr davon geben. Wie man sich gütlich trennt.

Das Interesse an deutschen Immobilien ist in den vergangenen Jahren eingebrochen. Ein Grund dafür ist die schlagartige Zinswende von 2022. Rückblickend lässt sich sagen, dass sie viele Investoren auf dem falschen Fuß erwischt hat. Das betrifft vor allem jene Marktteilnehmer, die zu der Zeit ihre Leidenschaft für Immobilien als Ersatzrenditebringer entdeckt haben und nun, da die Objekte im Wert gefallen sind, ihre Wunden lecken. Ablesen lässt sich das am rückläufigen Transaktionsgeschehen. Wechselten in den Jahren 2020 und 2021 noch Immobilien im Gesamtwert von 81,54 Milliarden beziehungsweise 111,1 Milliarden Euro in Deutschland den Besitzer, brach der Markt im Folgejahr auf 66,0 Milliarden Euro ein. In den vergangenen drei Jahren summierten sich die Volumina am deutschen Immobilieninvestmentmarkt auf nur noch 31,0 Milliarden Euro (2023), 35,4 Milliarden Euro (2024) und zuletzt 33,9 Milliarden Euro.

Die Zahlen verdeutlichen: Es fehlt an einer nachhaltigen Trendwende. „Gerade die institutionellen Investoren wie Versicherungen, offene Fonds, Staatsfonds oder Pensionskassen halten sich nach wie vor zurück und erst wenn sie sich wieder aufs Parkett wagen, wird auch der Investmentmarkt spürbar an Dynamik zulegen“, heißt es in einer Analyse des Immobiliendienstleisters JLL.

Eine Entwicklung, die schon jetzt an Fahrt aufnimmt, ist die Bestandsanalyse. Recherchen von portfolio institutionell hatten im vergangenen Jahr ergeben, dass institutionelle Investoren ihre Immobilienbestände verstärkt durchleuchten, umgestalten und die Gewichte der einzelnen Nutzungsarten verschieben. Auf dem absteigenden Ast ist zum Beispiel die Nutzungsart „Büro“.

Stefan Stute, Head of Investment Consulting bei Wüest Partner, bestätigt im Redaktionsgespräch die Entwicklung. „Aktuell beschäftigen wir uns sehr intensiv mit den investierten Beständen“, sagt der Fachmann. „Investoren schauen sich sehr genau an, wie sie aufgestellt sind.“ Vieles drehe sich heute um Performance-Analysen und -Vergleiche. Kunden von Wüest Partner sind Versorgungswerke, Versicherungen und Pensionskassen.

Bestand analysieren und Rückschlüsse ziehen

Ein Trend, der darauf aufbaut, ist die Bereitschaft der Investoren, die Zusammenarbeit mit ihren Spezialisten, die für die Bewirtschaftung der Liegenschaften, deren Werterhalt und ihre Optimierung zuständig sind, auf die Probe zu stellen. Iris Schöberl, Geschäftsführerin Deutschland bei Columbia Threadneedle Real Estate in München, bestätigt diese Entwicklung aus Kundengesprächen und zeigt Verständnis. Sie sagt: „Asset Manager müssen sich auf den Bestand konzentrieren, um dem Investor auch wieder Möglichkeiten zu geben, zu atmen und seine Quote, die er für Immobilien hat, möglichst effizient und mit möglichst wenig Schaden zu behalten.“ In diesem Kontext gewinnt das Thema „Mandatswechsel“ mehr und mehr an Bedeutung. Soll heißen: Der mandatierte Asset Manager wird, wenn es dafür handfeste Gründe gibt,

durch einen anderen ersetzt. Bei einer solchen Mandatsübernahme initiieren einzelne oder alle Investoren eine Neuausschreibung für die Verwaltung eines bestehenden Portfolios. Wie das für die beteiligten Parteien gesichtswahrend ablaufen kann, haben wir mit Stefan Stute und Iris Schöberl besprochen. Columbia Threadneedle Real Estate hat in den vergangenen fünf Jahren europaweit mehrere solcher Ausschreibungen mit einem Volumen von rund 1,8 Milliarden Euro gewonnen. Die Informationen sind also öffentlich.

Häufig werden entsprechende Transaktionen jedoch fernab der Öffentlichkeit abgewickelt. Aktuell gibt es rund 680 Immobilien-Spezialfonds, die investiert sind. Doch längst nicht jeder Managerwechsel wird publik. Schätzungen für Deutschland liegen bei vier bis sechs geplanten Managerwechseln im niedrigen bis dreistelligen Millionenbereich pro Jahr, also weniger als ein Prozent der existierenden Spezialfonds.

Stefan Stute geht davon aus, dass bei diesen Zahlen noch Luft nach oben ist und der Anteil auf zwei bis drei Prozent steigen könnte. Zugleich gibt der Head of Investment Consulting bei Wüest Partner zu bedenken, dass mehr Investoren diesen Schritt gehen würden, wenn es nicht die juristischen und steuerlichen Knackpunkte geben würde, die dem im Wege stehen. Ein anderer Grund, der viele abschreckt, seien die harten Verhandlungen, die mit Mandatswechseln einhergehen können. „Ich denke, dass das gescheut wird“, sagt Stute. „Es würde investorenseitig mehr passieren, wenn es klarere, transparentere Abläufe oder Mechanismen geben würde. Dann würde etwas in Bewegung kommen.“

Ebenso wie Stefan Stute geht auch Iris Schöberl davon aus, dass es künftig zu mehr Mandatsübertragung kommen wird. Bei Transaktionen wie diesen sei es entscheidend, gemeinsam Argumente zu finden, die für die Übertragung sprechen würden, und Emotionen zu vermeiden, sagt Schöberl und verweist darauf, wie wichtig es sei, dass der abgebende und der aufnehmende Asset Manager miteinander kooperieren. Schöberl bemerkt, dass es hilfreich sein könne, wenn ein Mediator eingeschaltet werde, der darauf hinwirkt, „auf der Sachebene zu bleiben“.

Ein Wechsel im Interesse des bisherigen Managers

Häufig werden Immobilienfonds von einem Asset Manager initiiert. Dieser bringt sein Know-how ein, bindet eine Service-KVG an und erledigt das Fundraising. Gleichwohl kann die Initiative auch von den Investoren ausgehen. Die jeweilige Ausgangslage wirkt sich auf die Vertragsgestaltung der Partner aus und damit auch auf die Möglichkeiten, einen Asset Manager auszutauschen. „Wurde das Fondsprodukt von einem Asset Manager initiiert, der auch das Kapital einsammelt, dann sind die Fondsverträge natürlich eher aus Managersicht aufgelegt“, sagt Berater Stefan Stute und legt den Finger in die Wunde: „Dort werden Sie keine Klauseln finden, dass ein Mandat vorzeitig beendet werden kann.“

Ein Mandatswechsel ist viel schneller umzusetzen, wenn die Initiative für die Auflage eines Fonds vom Investor ausgegangen ist und die Möglichkeiten eines Asset-Manager-Wechsels vertraglich verankert wurden. Doch das ist selten. „Aber auch in Multi-Anleger-Spezialfonds kann der Wunsch nach Veränderungen aufkommen und in Mandatsübernahmen münden“, sagt Iris Stöberl. Die Gründe dafür können vielfältig sein. Denkbar ist beispielsweise, dass es sich um einen eher kleinen Asset Manager handelt, der unter Personalabgängen leidet und daher seine Aufgaben nicht mehr zur vollsten Zufriedenheit der Geldgeber erfüllen kann.

Vorstellbar ist auch, dass sich das Mandat mangels Volumen nicht rechnet. Dann kann ein Wechsel auf einen anderen Marktteilnehmer, der Skalenvorteile heben kann, sogar im Interesse des bisherigen Asset Managers sein. Probleme lassen sich aber natürlich nicht immer auf den Asset Manager zurückführen. Manchmal ändern sich auch die Marktumstände und sorgen für neue Tatsachen, schließlich erstrecken sich Immobilieninvestments über Jahre.

So gelingt der Mandatswechsel

Ein Mandatswechsel kann kräftezehrend sein und sich über Monate hinziehen. Doch wie wird man sich handelseinig? Iris Schöberl erklärt im Redaktionsgespräch, dass der abgebende Asset Manager eine Ausstiegsgebühr erhalten könnte, die ihn zur Abgabe des Mandats bewegt. „Für seine geleistete Arbeit und sein Know-how, das der vorherige Manager eingebracht hat, erhält er eine Abfindung. Das habe ich in Verträgen schon gesehen.“ Denkbar sei auch, dass ein Teil der Mitarbeiter zusammen mit dem Mandat zum neuen Manager wechselt. Sie haben schließlich die Expertise bei den Objekten.

Für den Ablauf gibt es keinen standardisierten Prozess, sondern das Prozedere wird individuell geregelt. Es gebe nur wenige stichhaltige Ansatzpunkte, die zu einer vertraglichen Kündigung führen, sagt Experte Stefan Stute. „Es sei denn, man hat sie vorher vereinbart. Aber das ist selten der Fall. Das bedeutet: Man ist immer auf den Kooperationswillen des abgebenden Asset Managers angewiesen.“ Der Weg dahin führt über Verhandlungen und gegenseitige Zugeständnisse. „Und erst, wenn der abgebende Asset Manager sich kooperativ zeigt, also abgabewillig ist, macht es Sinn, sich mit dem Szenario und der Frage zu beschäftigen, wer das Mandat übernehmen könnte.“

Und wenn der Dialog mit dem bisherigen Partner nicht fruchtet? „Die letzte Konsequenz ist, dass der Investor das Mandat kündigt und dieses in eine geordnete Desinvestment-Phase übergeht“, sagt Stute. Doch das könne nicht das Ziel sein. „Sowohl im Sinne der Manager als auch der Endinvestoren muss eine einvernehmliche Lösung gefunden werden.“ Ein Erfolgsrezept für einen reibungslosen Mandatswechsel gibt es nicht. Doch der Erfahrungsschatz wächst – und das spricht sich herum.

EM Aktien

Emerging Outperformance

Asset-Klassen stehen im Wettbewerb um Kapital. Mit immer besseren Argumenten können Aktien der Emerging Markets für sich werben – auch gegenüber den Private Markets und Fixed Income. Wie unsere Expertenrunde mit Vertretern von Mercer und RBC BlueBay zeigt, gilt es bei der Umsetzung einer Allokation in Asiens und Lateinamerikas Aktien viele Punkte zu beachten. Zu diesen zählen die Aktiv-Passiv-Frage, die Implementierung von Nachhaltigkeit und natürlich der Umgang mit China. Sehr relevant, auch um sich vor geopolitischen Risiken zu schützen, ist die Portfoliostruktur und eine strategisch-langfristige Sicht auf diese Asset-Klasse.

Der MSCI EM stieg 2025 um 34 Prozent. Haben Schwellenländer-Aktien in den Portfolios der Mercer-Kunden nun an Bedeutung gewonnen?

Markus Schmidt: Die meisten unserer Kunden orientieren sich bei der Aktienallokation an der globalen Marktkapitalisierung und halten daher typischerweise rund zehn Prozent in Aktien der Emerging Markets (EM). Die Bandbreite liegt typischerweise zwischen fünf und 15 Prozent. Die konkrete Quote hängt vom Investorenprofil ab: Vollausfinanzierte Pensionspläne mit ausgeprägter LDI-Orientierung bewegen sich eher am unteren Ende, während teilfinanzierte Versorgungseinrichtungen aufgrund eines höheren Anteils an Growth-Assets tendenziell höhere EM-Gewichte aufweisen. Allokationen oberhalb von 15 Prozent sind angesichts der hohen Volatilität häufig nur schwer zu begründen. In Deutschland sehen wir höhere Emerging-Markets-Quoten eher bei berufsständischen Versorgungswerken und Family Offices als bei Versicherungen oder CTAs.

Gilt nicht auch für die Emerging Markets, dass Private Markets und Fixed Income risikoadjustiert attraktivere Renditen liefern? Es war mit Deepseek auch ein privates Unternehmen, das Anfang 2025 der US-Tech-Welt einen KI-Schock bescherte.

Schmidt: In Kundenportfolios stehen die Asset-Klassen kontinuierlich im Wettbewerb um Kapital. Der attraktiven Sharpe Ratio entsprechend halten einige Pensionsfonds in der Tat signifikante Allokationen in Emerging-Market-Debt. In den Emerging Markets liegt die Renditeerwartung von Anleihen häufig nicht weit unter der von Aktien – bei zugleich deutlich geringerer Volatilität. Allerdings hat sich dieses Verhältnis zuletzt verschoben: Die Spreads von EM-Unternehmensanleihen gingen, Lateinamerika ausgenommen, deutlich zurück. Damit ist ein wesentlicher Teil der

Betrachtung ist jedoch entscheidend, dass das Risiko von Private Equity und Infrastruktur oft unterschätzt wird, weil die Volatilität aufgrund der Bewertungs- und Reporting-Mechanik weniger sichtbar ist. Ökonomisch gesehen ist die erwartete Volatilität von Private Equity sogar höher als die von Aktien, sodass die höheren Renditeerwartungen nicht automatisch in ein überlegenes risikoadjustiertes Profil übersetzen. Innerhalb der Private Markets sehe ich Emerging Markets eher als kleine Beimischung bei globalen Strategien als dedizierte Allokationen.

„Zuversichtlich stimmt, dass in den EM die Gewinnerwartungen für 2026 stark nach oben korrigiert wurden.“

Dijana Jelic, RBC BlueBay

Risikoprämie bereits vereinnahmt, was EM-Aktien relativ gesehen wieder attraktiver erscheinen lässt.

Auch Private Markets werden in der Diskussion häufig als Quelle höherer Renditen und im Fall von Infrastruktur als Inflationschutz angeführt. Für die risikoadjustierte

Kevin Richter: Deutsche Anleger zeigen generell eine eher risikoaverse Haltung. Privatmärkte in Asien sind dabei meist für die größeren Investoren von Interesse. Im Bereich Infrastruktur sind zum Beispiel Value-Add- und Opportunistische Strategien attraktiv, da Core- und Core+-Ansätze ange-

sichts der politischen und geopolitischen Risiken oft nicht die erforderliche Rendite im Verhältnis zu dem dann doch eingegangenen Risiko bieten.

Michael Wolfram: Insbesondere Kunden mit starker Nachhaltigkeitsausrichtung haben oft eine lange Ausschlussliste, was die Implementierung eines EM-Staatsanleihen-Portfolios nicht gerade vereinfacht. Dagegen bieten EM-Unternehmensanleihen und -Aktien viel mehr Opportunitäten für aktives Management.

Was spricht gerade jetzt für EM-Aktien?

Dijana Jelic: Der Zeitpunkt für unser Gespräch ist wirklich gut gewählt: Aus unserer Sicht sehen wir Anzeichen für den Beginn einer neuen Marktphase, in der die Aktien der Emerging Markets zu den Gewinnern zählen werden. Im vergangenen Jahr haben EM-Aktien zum ersten Mal seit 2016 sowohl die Developed Markets als auch den US-Markt outperformed – und zwar sehr deutlich.

Zum ersten Mal seit langer Zeit ist auch bei den Anlegern ein Sentiment-Shift hin zu den Emerging Markets erkennbar, der nach einer Zeit von Abflüssen nun zu erhöhten Investitionen führt. Ein großer Teil dieser frischen Mittel floss passiven Strategien zu, wird nun aber auch aktiv allokiert.

Wenn man Märkte in Superzyklen denkt, dann zeigen die vergangenen 35 Jahre, dass Emerging Markets in vier Phasen zu unterteilen sind: in zwei Phasen mit Underperformance und zwei Phasen von Outperformance. Blicken wir auf die Jahre bis 2024 zurück, dann sehen wir eine „lost Decade“. Diese liegt unserer Meinung nach nun hinter uns und wir könnten nun am Anfang eines Outperformance-Zyklus stehen.

Performance und Anlegerappetit nahmen also seit 2025 stark zu. Aber warum?

Jelic: Dahinter stehen verschiedene Faktoren, die in 2025 für eine Outperformance gesorgt haben. Ein zu beobachtender Schlüsselfaktor sind die Unternehmensgewinne. Sehr bedeutsam ist das Gewinnwachstum relativ zu den entwickelten Märkten betrachtet, da Outperformance von EM-Aktien mit einem im Vergleich zu

Nordamerika und Westeuropa höheren Gewinnwachstum positiv korreliert ist. Offensichtlich gilt das auch andersherum, wie die vergangene Dekade mit dem großen Gewinnwachstum der US-Tech-Titel zeigt. Nach einer Zeit schwächeren Gewinnwachstums in den Emerging Markets gehen wir von einer weiteren Beschleunigung dieses Trends aus, für die nächsten zwei Jahre werden 15 bis 20 Prozent prognostiziert. Zuversichtlich stimmt auch, dass in den Emerging Markets die Gewinnerwartungen für 2026 stark nach oben korrigiert wurden.

Ein wichtiger Faktor ist auch der Dollar. Dessen Schwäche korreliert meistens mit einer Outperformance auf der Aktienseite.

Die Gewinnentwicklung klingt gut. Aber wie ist es nach der 2025er-Rallye um die Bewertungen bestellt? Wie teuer sind nun die Emerging Markets?

Jelic: Relativ betrachtet sind die Bewertungen immer noch sehr attraktiv. Beispiel Buchwert: Der Discount vom MSCI Emerging Markets zu US-Aktien beträgt 45 Prozent, zu den Developed Markets noch 30 Prozent. Auf absoluter Basis befinden sich die EM-

Bewertungen auf einem langfristigen Durchschnitt.

Historisch wiesen Emerging Markets die größeren geopolitischen Risiken auf. Derzeit bestehen Spannungen zwischen China und Taiwan, die eine große Gefahr auch für alle Index-Investoren sein könnten. Wer Anfang 2022 in Russland investiert hat, hat viel Geld verloren. Heute sind die USA ein Unsicherheitsfaktor.

Jelic: Die Volkswirtschaften der Schwellenländer sind heute viel weniger von den USA abhängig. Nahezu die Hälfte aller Exporte der Emerging Markets gehen nun in andere Schwellenländer. US-Exporte stellen nur etwa 2,5 Prozent des chinesischen BIP dar. Als Schutz vor geopolitischen Risiken fokussieren wir uns als Asset Manager bei der Einzeltitelauswahl auf inländisch orientierte Unternehmen. Im Vergleich zu unseren Wettbewerbern präferieren wir inländisch orientierte Sektoren. Wir allokierten zum Beispiel Finanz- und Konsumwerte. Wir achten aber auch auf Top-Down-Risiken und politische Entwicklungen. Wir sind wegen steigender politischer Risiken unter Putin schon vor dem Ukraine-



Dijana Jelic, Senior Institutional Portfolio Manager, RBC BlueBay



Kevin Richter, Principal, Head of Implementation bei Mercer

Krieg auf Abstand zu Russland gegangen. Anfang 2022 hatten wir in unserer Core-Strategie keine Investition in Russland.

Wenn Aktienmärkte vor einem langen Aufschwung stehen, könnte ein passiver Ansatz sinnvoller als ein aktiver sein.

Schmidt: Sollten die Aktienmärkte vor einem langen Aufschwung stehen, spricht aus Sicht der Efficient-Market-Hypothesis viel für einen passiven Ansatz: Man nimmt das Marktbeta kosteneffizient mit, und Alpha ist nach Gebühren schwer zu erzielen. Die Emerging Markets sind jedoch eher semi-effizient und „passiv“ heißt leider auch weniger diversifiziert als es auf den ersten Blick wirkt. Zwar umfasst das EM-Universum sehr viele Länder und Regionen und bietet damit grundsätzlich hohes Rendite- und Diversifikationspotenzial, die großen Indizes sind jedoch stark konzentriert. Im MSCI EM entfallen über ein Viertel auf China, die größte Position „Taiwan Semiconductor“ liegt bei rund zwölf Prozent, und die Top Ten machen etwa ein Drittel aus. Ein aktiver Manager kann hier ein robusteres Portfolio bauen, Klumpenrisiken reduzieren und regionale Schwerpunkte bewusster steuern – mit dem Ziel, die Sharpe Ratio des Gesamtportfolios zu verbessern.

Was gerade bei aktivem Management für die Berücksichtigung Chinas spricht: Der MSCI EM ex-China hat nur halb so viele Einzeltitel wie der MSCI EM.

Jelic: China übernimmt mehr und mehr die technologische Führerschaft in KI, Robotertechnik, Elektroautos, Drohnen oder Pharma. Dies sorgt für innovative Qualitätsunternehmen mit Top-Management. Diese Opportunities lassen sich am besten über ein aktives Management erschließen.

Während die meisten Investoren einen globalen Investmentansatz suchen, gibt es europäische und gerade einige deutsche Kunden, die aus ESG-Gründen eine EM-ex-China-Lösung präferieren. Einige Anleger haben neben EM-ex-China aber auch noch einen dedizierten China-Fonds allokiert. Dies ergab insbesondere Sinn, als China einen noch höheren Anteil als heute im EM-Universum hatte. Zeitweise kam China im MSCI EM auf über 40 Prozent.

Mit einem China-Fonds lässt sich die Allokation auf ein vernünftiges Maß bringen. Chinesische Aktien können in beide Richtungen extrem performen. Als aktiver Manager trauen wir es uns nicht zu, einen Markt wie China genau zu timen, da dies zu hohe Risiken birgt.

Richter: Trennen Kunden China vom Emerging-Markets-Universum, verfügen große

Anleger häufig dennoch über ein separates China-Mandat. Herausforderungen bei der Umsetzung ergeben sich oft dadurch, dass einige Asset Manager nicht an Ausschreibungen für EM-ex-China teilnehmen möchten, da sie ungern auf fast ein Drittel des MSCI EM verzichten. Für aktive Asset Manager bleibt China zudem eine wichtige Quelle für Alpha.

Die Mehrheit der Anleger entscheidet sich aus Gründen der Effizienz und zur Vereinfachung des Monitorings aber, in das gesamte Emerging-Markets-Universum inklusive China zu investieren. Durch diese ganzheitliche Herangehensweise lassen sich Verwaltungsaufwand und Komplexität deutlich reduzieren, da kein separates Mandat erforderlich ist.

Wie nachhaltig kann man denn in China investieren?

Jelic: Wir haben unsere Core-Strategie in 2010 lanciert und seitdem war ESG ein Teil unserer Anlagephilosophie. Gerade in Europa haben die Anleger einen großen ESG-Fokus.

China war unter anderem aus Governance-Gründen untergewichtet. Ein deutlicher Teil des chinesischen Aktienuniversums besteht aus staatseigenen Unternehmen. Diese neigen dazu, sich auf die Interessen des chinesischen Staates zu konzentrieren, statt auf die der Minderheitsaktionäre und deren Erträge sind niedrig und nicht nachhaltig. Unternehmen mit fragwürdiger Corporate Governance wollen wir vermeiden. Wir sehen allerdings eine deutliche Verbesserung bei ESG-Faktoren in China, die durch einen selektiven Ansatz gefunden werden können.

Richter: Wie relevant ist denn ESG allgemein für Anleger, die mit RBC BlueBay in EM-Aktien investieren?

Jelic: Wir verwalten etwa 27 Milliarden Dollar in Schwellenländer-Aktien. Von diesen Geldern stammen etwa zwei Drittel von institutionellen Anlegern. In Europa handelt es sich zum Großteil um sehr ESG-fokussierte Pensionsfonds, unter anderem mit Dekarbonisierungszielen, spezifischen ESG-Zielen und unterschiedlichen Ausschlusslisten.

Richter: Wir sehen, dass bei der Auswahl von Asset Managern für Investments in Schwellenländer das Thema Nachhaltigkeit häufig noch eine eher untergeordnete Rolle spielt und sich teilweise auf die Einhaltung grundlegender Mindeststandards beschränkt. Dazu gehört beispielsweise der Ausschluss von kontroversen Waffen oder anderen ethisch bedenklichen Geschäftsfeldern. Dies liegt unter anderem daran, dass viele Investoren in Schwellenländern nachhaltige Ansätze teilweise als herausfordernder in der Umsetzung empfinden. Dennoch gewinnt Nachhaltigkeit auch in Schwellenländern zunehmend an Bedeutung.

Bei welchem Buchstaben von ESG sind die EM denn noch besonders „emerging“?

Jelic: Insgesamt gibt es im Vergleich zu den entwickelten Märkten bezüglich ESG noch Aufholbedarf. Auf Länder- und Unternehmensebene ist das ESG-Level noch sehr unterschiedlich ausgeprägt.

Generell gesprochen haben sich in den vergangenen Jahren „G“ und „E“ stark verbessert. Am ehesten hat noch das „S“ Verbesserungsbedarf, vor allem im Unternehmens-Reporting und der Veröffentlichung von Daten. Unser Engagement zielt derzeit verstärkt auf die Verbesserung von sozialen Aspekten ab.

In unseren Portfolios beschränken wir uns auf 45 bis 50 Positionen. Von diesen Unternehmen erwarten wir ein ESG-Profil, das

bereits sehr stark ist und durch die Qualität des Managements sowie die Unternehmenskultur untermauert wird. Die Berücksichtigung von ESG-Zielen ist ebenfalls ein gutes Argument für aktives Asset Management.

Und China speziell?

Jelic: Bei Unternehmen in China ist das ESG-Level wahrscheinlich noch unterschiedlicher als in anderen Ländern aus-

geprägt. Die Top-Unternehmen haben sich aber – wie schon erwähnt – bereits sehr verbessert.

Allerdings gibt es immer noch viele chinesische Unternehmen, die eine schlechte Governance aufweisen. Governance-Risiken betreffen insbesondere die staatseigenen Unternehmen, daher ist ein aktiver Ansatz aus unserer Sicht wichtig.

Aber sollte man denn nicht gerade in Ländern unter Willkürherrschaft besser nur mit dem Staat investieren?

Jelic: Wir als Stockpicker nehmen uns viel Zeit für Meetings mit dem Management der Unternehmen und beschäftigen uns mit dessen Perspektiven. Wir suchen nach Qualität und die finden wir eher bei Aktien von Unternehmen, die in privaten Händen liegen. Das Management sollte sich auf die langfristige Wirtschaftlichkeit des Unternehmens konzentrieren und auch die Rechte von Aktionären inklusive Minder-

heitsaktionären berücksichtigen sowie auf Mitarbeiter und Umwelt achten. All diese Faktoren führen aus unserer Sicht zu nachhaltig höheren Renditen.

In einem Markt wie China muss man neben den einzelnen Unternehmen immer auch die Regierung und deren Regulierung im Auge haben. Während wir eine Titelselektion mit Fokus auf Qualitätsunternehmen betreiben, evaluieren wir aber auch makroökonomische Treiber und politische Risiken.

Bei Tech-Werten konnte man erleben, wie schnell sich der Regierungs-Wind drehen kann. Chinas Präsident Xi pflegt zu Alibaba-Gründer Ma eine On-off-Freundschaft.

Jelic: Zeitweise ging die Regierung scharf gegen die Tech-Branche und privat geführte Unternehmen vor. Dies führte kurzfristig zu einem Ausverkauf dieser Aktien. Der Einfluss der Regierung kann groß sein.

Wir betrachten aber den Markt langfristig und suchen strukturelles Wachstum und qualitativ gute Unternehmen. Von unvorhersehbaren kurzfristigen Ereignissen wollen wir uns nicht abhängig machen.

Neben China und vor allem Asien finden sich in EM-Portfolio meist nur kleine Portionen in Brasilien oder Mexiko. Während China, Taiwan, Südkorea und

„Viele Investoren empfinden nachhaltige Ansätze in den EM teilweise als herausfordernder in der Umsetzung.“

Kevin Richter, Mercer



Markus Schmidt, Principal, Consultant bei Mercer

Indien zusammen drei Viertel des MSCI EM ausmachen, kommt Brasilien nur auf knapp fünf Prozent. Wie sehen Sie Lateinamerika im Vergleich zu Asien?

Jelic: Vor 20 Jahren hatte Lateinamerika im Index noch eine viel größere Bedeutung. Wir sehen Lateinamerika derzeit recht positiv. Wir neigen zwar nicht zu drastischen Änderungen im Portfolio und haben nur einen geringen Portfolioumschlag, aber seit Anfang 2025 haben wir Lateinamerika leicht übergewichtet.

Diese Region hat im globalen Vergleich die höchsten Realzinsen und wir erwarten, dass die Volkswirtschaften von einer Senkung profitieren werden. Lateinamerika profitiert auch sehr von einem schwächeren US-Dollar. Vor allem stimmen uns die jüngsten Wahlen, die für politische Wechsel sorgten, für die Wirtschaft optimistisch.



Michael Wolfram, Head of Germany and Austria bei RBC BlueBay

Teilt Mercer diese Einschätzungen?

Schmidt: Für uns steht weniger die Selektion einzelner Regionen oder Länder im Vordergrund, sondern der Aufbau eines breit diversifizierten EM-Portfolios. Auch deshalb präferieren wir aktives Management mit hohen Freiheitsgraden: Es gibt dem Manager die Flexibilität, Lateinamerika deutlich höher zu gewichten, wenn dort im relativen Vergleich zu Asien die besseren Opportunities gesehen werden. Entspre-

Die Story lautet aber auch in den Emerging Markets „KI“ und die KI-Entwicklung in den Schwellenländern konzentriert sich auf Taiwan, Südkorea und China. Dort gibt es mit TSMC, Samsung oder SK Hynix sehr große Unternehmen, die die Entwicklung bei der KI dominieren.

Für diese Länder spricht aber nicht nur die KI-Story. In Südkorea gibt es beispielsweise aktionärsfreundliche Reformen. Zuvor war

Jelic: Financials, Konsum-Werte und Healthcare bieten beispielsweise noch langfristig strukturelle Wachstumschancen. Wir interessieren uns vor allem für etablierte Marktführer mit starkem Track Record in den genannten Branchenzweigen.

KI, Banken und nun wohl auch wieder Healthcare kann man aber auch gut über US- und europäische Titel spielen.

Richter: Für Mercer geht es immer um die Gesamtstrategie eines Investors. Jede einzelne Strategie muss zum Gesamtportfolio passen. Wir suchen also erst einmal nicht den am besten performenden, sondern den am besten zum Gesamtportfolio passenden Ansatz. Das kann ein Value-, ein Growth- oder ein Low-Vol-Quality-Ansatz wie der von RBC BlueBay sein. In den Emerging Markets lässt sich fast jede Faktor-Ausprägung umsetzen.

Was ist der beste Diversifikator, den EM bieten können? Kasachische Fintechs, chilenische Minen oder türkische Brauereien?

Richter: Eine Benchmark-orientierte Strategie mit rund 100 bis 150 Positionen bietet eine optimale Diversifikation über Länder und Sektoren. Dadurch kann der Asset Manager das Ziel anstreben, in jedem

„Die Konzentration unserer globalen EM-Teams in London macht Sinn, weil es die Interaktion erleichtert.“

Michael Wolfram, RBC BlueBay

chend legen wir in der Managerselektion Wert auf einen hohen Active Share, wenn es der Portfolio-Strategie zugutekommt.

Mit etwa 70 Prozent ist aber auch RBC BlueBay sehr auf China, Taiwan, Indien und Südkorea konzentriert.

Jelic: Man kann innerhalb der Schwellenländer sehr gut diversifizieren – es finden sich sehr unterschiedliche Ökonomien.

dort die Corporate Governance nicht optimal. Im vergangenen Jahr haben sich südkoreanische Aktien fast verdoppelt. Indien hat mit der Demographie und der Urbanisierung dagegen langfristig ganz andere Treiber, die die inländische Wirtschaft unterstützen.

Wo findet sich auf den Emerging Markets außer bei Tech noch Wachstum?

Zyklus eine stabile Outperformance von 150 bis 200 Basispunkten (netto) zu erreichen. Für mittelgroße Investoren, die bisher nur wenige Aktienstrategien einsetzen und dies vorwiegend in Nordamerika und Europa, kann solch eine diversifizierte Strategie eine sinnvolle und wertvolle Ergänzung zur geografischen Diversifikation darstellen.

Nach der SAA stellt sich die Frage nach aktivem oder passivem Management. Aktive Strategien lassen sich wie beschrieben sowohl benchmark-nah darstellen als auch benchmark-agnostisch. Bei letzterem spielt zum Beispiel die Faktor-Ausrichtung eine signifikante Rolle. Ein Low-Volatility-Ansatz, der Abwärtsrisiken begrenzt und dennoch 80 bis 90 Prozent der Aufwärtsbewegungen mitnimmt, eignet sich besonders für risikobewusste Anleger. Um die Diversifikation im Gesamtportfolio zu analysieren, führen wir im Rahmen der Manager Selektion zusätzlich noch Korrelationsanalysen mit dem Bestandsportfolio durch.

Schmidt: Ein hoher Active Share ist auch für die Diversifikation besonders hilfreich: Er gibt dem Asset Manager die Flexibilität, beispielsweise Südamerika oder Small Caps stärker zu gewichten als es die Benchmark vorsieht. Zudem sind EM-Indizes in der Regel weniger effizient als ein S&P 500, was den Spielraum für aktive Positionierungen erhöht.

Off-Benchmark-Allokationen ermöglichen darüber hinaus Investments jenseits der EM-Benchmark, etwa in österreichische Unternehmen mit wesentlicher Umsatzexponierung in Osteuropa. Ein spezialisierter Emerging-Markets-Manager verfügt hierfür typischerweise über einen deutlich tieferen Marktüberblick als ein primär Europa-fokussierter Investor.

Wie und vor allem wo muss für Mercer ein Asset Manager für EM-Aktien personell aufgestellt sein? Braucht es beispielsweise unbedingt eine Niederlassung in Hongkong?

Schmidt: Viele der besten Emerging Market Manager sitzen in New York oder London und nicht verteilt auf der ganzen Welt. Da unterscheidet sich die Private-Equity sehr von der Aktienwelt. Für Private Equity braucht es Management vor Ort.

Wolfram: RBC BlueBay beschäftigt verschiedene Aktienteams. Teilweise arbeiten diese in Asien. Aber alle Mitarbeiter, die sich mit den globalen Emerging-Markets-Strategien beschäftigen – ob nun Aktien oder Anleihen sitzen in London. Diese Konzentration macht Sinn, weil es die Interaktion zwischen Portfoliomanagern und Analysten erleichtert. Diese Kollegen sind auch gemeinsam unterwegs. Es ist effizient, wenn Aktien- und Anleihen-Spezialisten gemeinsame Termine haben.

Richter: Es gibt immer Pro- und Contra-Argumente. Wenn alle Mitarbeiter in einem Gebäude sitzen, verbessern die kurzen

Setup. High-conviction-Manager, deren Alpha aus der Stock Selection kommt, haben ihre Analysten vor Ort.

Mit welcher EM-Quote sind Investoren 2030 unterwegs?

Richter: Ich gehe davon aus, dass der EM-Anteil weiterhin zwischen fünf bis 15 Prozent liegen wird. Schließlich macht man eine strategische Asset-Allokation wirklich langfristig.

Wenn wir aber auch in 2026 ein Plus von 34 Prozent sehen: Würden wir dann nicht viel höhere EM-Quoten sehen?

„EM-Indizes sind meist weniger effizient als ein S&P 500. Das erhöht den Spielraum für aktive Positionierungen.“

Markus Schmidt, Mercer

Wege den Austausch. Wer dagegen überall auf der Welt Mitarbeiter vor Ort hat, hat mehr lokale Expertise. Am Ende ist dies auch eine Frage der Strategie. Konzentrierte Strategien sollten die Analysten vor Ort haben, wohingegen es bei quantitativen Strategieansätzen nicht so wichtig ist.

Wolfram: Und einem Asset Manager, der eine sehr konzentrierte Strategie mit geringem Portfolioumsatz fährt, fällt auch das Management eines globalen Portfolios aus einem Standort heraus leichter. Zudem hat das Team enge Verbindungen zu den investierten Unternehmen und möglichen weiteren Portfoliokandidaten aufgebaut.

Richter: Unsere top-gerateten Manager haben das zu ihrer Strategie passende

Schmidt: Sollten wir 2026 erneut ein Plus von 34 Prozent sehen, dürfte die EM-Allokation vieler Investoren an die Obergrenzen ihrer üblichen Bandbreiten stoßen – insbesondere dann, wenn der Anstieg fundamental getragen ist. Gleichzeitig nehmen in solchen Phasen erfahrungsgemäß spätzyklische Zuflüsse zu, was die Wahrscheinlichkeit eines anschließenden Turnarounds erhöht; Beispiele dafür haben wir zuletzt in anderen Märkten gesehen.

Gerade deshalb bleibt bei Emerging Markets der langfristige Blick entscheidend. Wer das Segment strategisch einordnet, findet überzeugende strukturelle Argumente, die weit über kurzfristige Marktbewegungen hinausreichen.



**RBC BlueBay
Asset Management**

Wie moderne Versorgungszusagen im Mittelstand funktionieren

Von Detlef Pohl

Im Kampf um Fachkräfte ist die bAV weiter ein exzellenter Benefit. Allerdings kommt die reine Beitragszusage gerade im Mittelstand noch nicht an. Gründe und gute Alternativen, die meist noch immer über Versicherer funktionieren.

Über Betriebsrenten könnte die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Deutschland noch stärker genutzt werden als bisher. Trotz des zarten Aufwindes durch Sozialpartnermodelle (SPM) dominiert im Mittelstand immer noch die versicherungsförmige bAV mit ausgeprägten Garantien, weit vor den in der Großindustrie dominanten Direktzusagen. Aktuell bieten 87 Prozent der Mittelständler die Direktversicherung an, vielfach als beitragsorientierte Leistungszusage (BoLZ), 46 Prozent eine Pensionskassenzusage und 22 Prozent eine Pensionsfondslösung (Mehrfachnennungen erlaubt), besagt die Studie „Betriebliche Altersversorgung im Mittelstand 2024“ von Generali Deutschland und F.A.Z. Business Media auf Basis einer Forsa-Umfrage unter 200 HR-Verantwortlichen in Unternehmen mit 50 bis 500 Mitarbeitern.

Die 2025er-Auflage der Studie erscheint leider erst nach Redaktionsschluss. Dennoch dürfte der Trend anhalten, dass zwei Drittel der Befragten immer noch Garantieleistungen für ihre bAV befürworten. Jedes vierte Unternehmen stellt ein entsprechend „sicheres“ bAV-Angebot für Beschäftigte mit hohem Vorsorgebedarf bereit, insbesondere für Geringverdiener, Teilzeitkräfte oder Berufseinsteiger. Mehr als zwei Drittel sind mit dessen Wirkung sehr zufrieden beziehungsweise zufrieden. Der Mittelstand wünscht sich zudem weiterhin mehrheitlich eine einfache Verwaltung der bAV-Modelle, was mit versicherungsförmiger bAV leicht

umsetzbar ist. Den HR-Verantwortlichen sind dabei transparente Leistungen, ein fester Ansprechpartner und administrative Entlastung die wichtigsten Services, die sie von ihrem bAV-Anbieter erwarten – siehe Grafik auf Seite 40.

Für das Jahr 2024 wies der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) mit 8,81 Millionen Verträgen so viele Direktversicherungen wie nie zuvor aus – Zahlen für 2025 lagen bei Redaktionsschluss noch nicht vor. Seit Inkrafttreten des Betriebsrentengesetzes 1974 hat sich die Zahl der Direktversicherungen mehr als vervierfacht und die versicherte Summe stieg von 7,1 Milliarden Euro auf fast 290 Milliarden Euro. Den Anteil der bAV am Neugeschäft der Lebensversicherer gibt der GDV seit langem nicht mehr an; er dürfte traditionell weiter bei knapp 20 Prozent liegen.

Dass versicherungsförmige bAV nicht aus der Mode kommt, sondern in moderner Zusageart (BoLZ) weiter viele HR-Verantwortliche und auch Tarifparteien überzeugt, mag auch an der hohen „Systemrendite“ liegen, die durch den Arbeitgeberzuschuss (AG-Zuschuss) bei der Entgeltumwandlung zustande kommt. Systemrendite bedeutet: „Selbst, wenn das Produkt überhaupt keine eigene Verzinsung hätte, käme die bAV immer noch auf 2,5 bis drei Prozent Rendite, allein wegen staatlicher Förderung und AG-Zuschuss“, rechnet Thomas Dommermuth vor. Das sei ein Wettbewerbsvorteil gegenüber privater Vorsorge, weil im Schnitt nur rund die Hälfte an Arbeitnehmergeld in der Ansparphase nötig ist, so der Steuerberater und Beiratsvorsitzender des Instituts für Vorsorge und Finanzplanung weiter. Noch etwas höher falle die Systemrendite bei Kollektiv-Tarifen aus, die typisch in der bAV sind und

weniger Abschlusskosten aufweisen als bei privaten Vorsorgeprodukten. Unter diesen Voraussetzungen habe „alte“ bAV laut Dommert weiterhin „ein sehr gutes bis exzellentes Potenzial“.

Apropos Tarifparteien: Der Pflichtzuschuss gilt per Gesetz zwar seit 2019 für neue Entgeltumwandlungen und seit 2022 auch für Altverträge, aber eben nicht in jedem Fall. So muss die Versicherungsbranche keinen AG-Zuschuss für ihre Angestellten zahlen, weil der Tarifvertrag der Branche, der seit 2001 besteht und seither mehrfach angepasst wurde, die Details der Entgeltumwandlung abschließend regelt, ein Zuschuss darin nicht vorgesehen ist und die Tarifaufonomie die Eigenständigkeit des Tarifvertrages garantiert. So entschied das Bundesarbeitsgericht mit Urteil vom 26. August 2025 (Az.: 3 AZR 298/24). Eine ähnliche Regelung gibt es auch in der Metall- und Elektroindustrie und demnach auch dort keinen verpflichtenden AG-Zuschuss bei Entgeltumwandlung. Gleichwohl zahlen auch viele Metall-Arbeitgeber freiwillig den Zuschuss, weil man händelnd Fachkräfte sucht.

Wie moderne Versorgungszusagen im Mittelstand erfolgreich über die „alte“ Direktversicherung installiert werden können, zeigen zwei Beispiele, die auf der zurückliegenden bAV-Handelsblatt-Tagung präsentiert worden waren. Beispiel 1: Die Firma Planisware Deutschland, Tochter eines börsennotierten Software-Unternehmens mit Sitz in Paris, suchte für die 115 Mitarbeiter als Ergänzung bisheriger Benefits-Maßnahmen zur Fachkräftebindung auch neue Finanzbausteine. In Sachen bAV empfahl ein externer Berater ein vom Arbeitgeber finanziertes „Basiskonto“ mit 80 Euro Einzahlung pro Monat ab Ende der Probezeit in eine Direktversicherung (mit BoLZ und 70 bis 80 Prozent Beitragsgarantie). Ergänzt wird das inzwischen umgesetzte Angebot durch ein „Aufbaukonto“, bei dem Arbeitnehmer Entgeltumwandlung betreiben und dafür mit 100 Prozent AG-Zuschuss belohnt werden.

„Das Ergebnis der Umstellung spricht für sich“, so die Personalverantwortliche Claudia te Sligte. Gab es vorher nur sieben Prozent bAV-Teilnahmequote, so stieg die Quote auf 100 Prozent durch das Basiskonto und auf 44 Prozent beim Aufbaukonto, nachdem statt 15 Prozent AG-Zuschuss nun 100 Prozent geboten werden. Bei der Anlage gibt es drei Wahlmöglichkeiten: entweder eine konventionelle Ansparrente, eine komplett gemanagte Fondsrente oder eine Fondsrente mit individueller Fondsauswahl. Große Flexibilität wurde auch bei der Auszahlung vereinbart: Ein Abruf ist ab 62 Jahren bis zum Alter von 85 Jahren möglich, entweder zu 100 Prozent als Kapital, zu 30 Prozent als Teilentnahme oder 100 Prozent Verrentung. Fest garantierte Rentenfaktoren bewirkten zusätzliche Sicherheit bei der Leistungshöhe.

„Häufig gibt es in KMU keine eigene bAV-Expertise“, weiß Achim Eigenschenk, bAV-Fachmakler aus dem Großraum München. Er wurde daher sowohl von Planisware mit dem Aufsetzen eines neuen Versorgungswerks beauftragt als auch vom Zellanalyse-

Unternehmen Ibidi – Beispiel 2. Letzteres wollte für die gut 120 Mitarbeiter ein innovatives, verständliches und faires bAV-Konzept, erinnert sich Personalleiterin Iris Hauerwaas. Letztlich ging der Berater konservativ im Durchführungsweg vor (Direktversicherung), aber modern in der konkreten Umsetzung (BoLZ mit 70 bis 80 Prozent Beitragsgarantie). Vorher gab es 50 Euro AG-Zuschuss pro Monat, wenn der Arbeitnehmer mindestens 50 Euro selbst für die Entgeltumwandlung bei einer von 20 verschiedenen Direktversicherungen gezahlt hat, die nun meist weiterlaufen – im Schnitt 127 Euro Monatsbeitrag. „Mein Ansatz ist immer, dass die bAV für den Arbeitgeber nachhaltig finanzierbar sein und Arbeitnehmern eine messbare Wertschätzung liefern muss“, so Eigenschenk.

Installiert wurde ein Mehrstufenmodell mit je mindestens 50 Euro AG-Zuschuss bei Entgeltumwandlung: mit 50 Prozent Zuschuss nach der Probezeit, 75 Prozent nach fünf Jahren und 100 Prozent nach zehn Jahren Betriebszugehörigkeit. Arbeitnehmer haben die Wahl zwischen drei Anlagentypen (Aktien-, Renten- oder Geldmarktfonds), entweder gemanagt oder entsprechend individueller Präferenzen. Den Einstieg erleichtert ein einmaliges Starter-Geschenk der Firma von 500 Euro nach der Probezeit. „Alles wurde im Dialog mit den Mitarbeitern entwickelt – über Workshops, Umfragen sowie persönliche Gespräche während der Arbeitszeit“, berichtet Hauerwaas. Bestehende bAV-Verträge wurden weitgehend integriert, die Vertragsverwaltung digitalisiert und ein Quartals-Check der bAV eingeführt. So stieg die Teilnahmequote von 28 Prozent in 2021 auf 55 Prozent in 2025. Für Neuverträge werden nun im Schnitt 316 Euro Monatsbeitrag gezahlt.

Durch eine zentrale Plattform („bAVguard“) sind bei Ibidi Verträge, Beiträge und Zuschüsse auf einen Blick für die Arbeitnehmer sichtbar, die Verwaltung läuft digital einschließlich rechtssicherer Dokumentation. „Payroll-Prozesse sind kein Detail, sondern eine Kulturfrage, wo sich entscheidet, ob Mitarbeiter Vertrauen oder Frust erleben“, weiß Hauerwaas aus Erfahrung. Daher würden Payroll-Einstellungen regelmäßig geprüft. „Der größte Hebel für die Akzeptanz ist aber Verständlichkeit der bAV“, so Hauerwaas.

Im größeren Mittelstand mit größerer HR-Abteilung lassen sich solche Prozesse sicherlich stringenter und auch in der Anlage professioneller aufsetzen. Der Süßwarenhersteller Lindt & Sprüngli Deutschland setzte seine bAV neu auf. Wie Helge Kniepen, Leiter HR Competence & Payroll, berichtet, war die bisherige Direktzusage ohne Rückdeckung, die im Schnitt jedem Mitarbeiter 230 Euro Monatsrente einbrachte, nicht mehr zeitgemäß. Abgelöst wurde sie durch eine wertpapiergebundene BoLZ mit 100 Prozent Beitragserhaltungsgarantie und Insolvenzschutz. Neben Beiträgen des Arbeitgebers (1,5 Prozent des Entgelts) trägt auch der Kapitalmarkt zum Vermögensaufbau bei – durch Anlage in speziell konzipierte Lebenszyklusfonds von Fidelity (siehe Dezember-Ausgabe 2025). Die Arbeitsleistung wird durch Anlehnung der bAV-Beiträge an die Entgelthöhe belohnt.

Trotz solch innovativer Ansätze bleibt es bei einigen rechtlichen bAV-Risiken, weil dazu trotz intensivem Fachdialog in den vergangenen drei Jahren gesetzliche Neuregelungen beziehungsweise Klarstellungen ausgeblieben sind. „Gerade mit Blick auf die Möglichkeit der reinen Beitragszusage ohne jegliche Garantie sollte eine Flexibilisierung der Garantieforderungen auch bei anderen Zusagearten vorgenommen werden“, fordert Moritz Schumann, Vize-Hauptgeschäftsführer des GDV. Die aktuell rechtlich vorgeschriebene 100-Prozent-Bruttobeitragsgarantie beschränke die Kapitalanlage auf Assets mit wenig Risiko, aber auch weniger Renditechancen. Das bremst sowohl die Beitragszusage mit Mindestleistung (BZML) als auch die BoLZ.

Um eine chancenorientiertere Kapitalanlage zu ermöglichen, plädiert der GDV für eine moderate Reduzierung der Garantie auf 80 Prozent. „Ohne gesetzgeberische Korrektur laufen Angebote mit geringerer Garantie, jahrzehntelang später bei der Auszahlung, Gefahr, vor dem Arbeitsgericht einkassiert zu werden mit der Folge, dass der Arbeitgeber womöglich Geld nachschießen muss“, warnt auch Marco Arteaga, Rechtsanwalt und Partner bei Luther Rechtsanwaltsgesellschaft (siehe Mai-Ausgabe 2025).

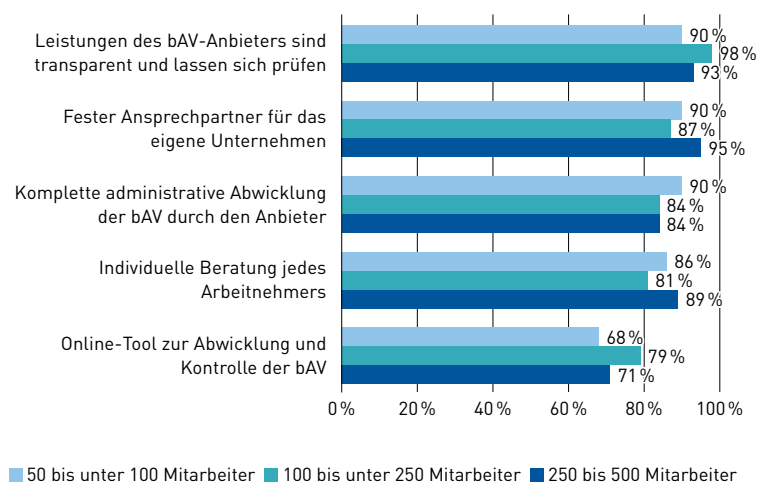
„Arbeitgeber, die befürchten müssen, Zusagen niemals mehr rechtssicher anpassen zu können, geben erst gar keine Zusagen ab“, beobachtet Arteaga. Er fordert vehement auch Erleichterungen für die Übertragbarkeit von Versorgungsverpflichtungen, insbesondere bei AG-Wechsel. Das bislang fast vollständige Verbot zur Abfindung von Anwartschaften ausgeschiedener Arbeitnehmer wie auch die kaum mögliche Übertragung betrieblicher Versorgungsverpflichtungen auf Dritte seien gravierende Hindernisse für Akzeptanz und Vertrauen in die bAV. „Die jetzigen Regelungen zwingen Unternehmen häufig, jahrzehntelang Versorgungsver-

pflichtungen selbst weiterzuführen, auch wenn dies wirtschaftlich nicht mehr sinnvoll ist“, betont Arteaga.

Zwar hat das BRSg 2.0 in letzter Sekunde ein paar Erleichterungen bei der Abfindung kleiner bAV-Anwartschaften gebracht, etwa die Möglichkeit für Arbeitgeber, 2026 einseitig monatliche Anwartschaften bis zu 59,33 Euro beziehungsweise einmalige Kapitalleistungen bis 7.119 Euro abzufinden (siehe Februar-Ausgabe 2026). Aber es gebe weiterhin erheblichen Gesprächsbedarf, etwa „beim Aufsetzen eines neuen Versorgungswerkes oder beim AG-Wechsel“, so bAV-Fachmakler Eigenschenk. So ist die Übernahme oder Übertragung von Ansprüchen aus einer Direktversicherung, einer Pensionskasse oder einem Pensionsfonds seit 2005 möglich, wenn der neue Arbeitgeber zustimmt und damit in die arbeitsrechtliche Zusage mit allen Rechten und Pflichten und in den dazu abgeschlossenen Vertrag eintritt. Eigenschenk prüft nach eigener Aussage grundsätzlich, ob eine Übernahme des bestehenden Vertrages durch den neuen Arbeitgeber angebracht und machbar ist.

Neben der vom Arbeitgeber gewünschten Zusageart – BZML oder BoLZ – und der vereinbarten Finanzierung gibt es auch produktseitige Faktoren zu beachten – etwa ausreichenden Hinterbliebenenschutz, die Härte des Rentenfaktors sowie zeitgemäße Anlagemöglichkeiten. „Wenn diese Punkte passen, bemühe ich mich um eine Weiterführung des Vertrages“, so Eigenschenk. Lehnt der neue Arbeitgeber die Übernahme ab, bliebe immer noch die Übertragung des Deckungskapitals, denn der neue Arbeitgeber sei verpflichtet, eine alternative Versorgungseinrichtung zur Fortführung der unverfallbaren Ansprüche anzubieten. In diesem Fall schließt der Mitarbeiter einen neuen Betriebsrentenvertrag beim neuen Arbeitgeber ab. Das Deckungskapital aus dem bisherigen Vertrag wird wertgleich in den neuen übertragen.

Die wichtigsten Service-Erwartungen HR-Verantwortlicher für die bAV



Quelle: Generali Deutschland, FAZ Business Media; © portfolio institutionell

Alternative Credit: Mehr Stabilität in instabilen Zeiten

Das globale Alternative-Credit-Universum bietet Anlegern eine Vielzahl diversifizierter Ertragsquellen, die zu einer größeren Portfoliostabilität beitragen können. Im Jahr 2026 werden vor allem drei Dinge zählen: eine gut durchdachte globale Diversifikation, ein diszipliniertes Risikomanagement und ein tiefes Verständnis lokaler Märkte.

Ziel wird sein, Portfolios aufzubauen, die von der Größe und Resilienz des US-Marktes profitieren, aber weltweit investiert sind und verschiedene Kreditsegmente nutzen, um laufende Erträge zu generieren, Risiken zu streuen und langfristiges Kapitalwachstum zu erzielen. Insbesondere Europa gewinnt dabei an Bedeutung, da es attraktive Wertpotenziale und zusätzliche Diversifikation bietet – etwa bei der Finanzierung von Energie- und Infrastrukturprojekten.

Energieinfrastruktur als struktureller Wachstumstreiber

Kredite zur Finanzierung von Energieinfrastruktur zählen weiterhin zu den attraktivsten Segmenten im Private-Credit-Bereich. Der steigende Strombedarf von KI-Rechenzentren, das Onshoring von Produktionskapazitäten und die fortschreitende Elektrifizierung sorgen für einen erheblichen Investitionsbedarf. Besonders in den USA eröffnen sich interessante Chancen in Bereichen wie Gemeinschaftssolaranlagen und Flüssiggas sowie Energieeffizienzprojekten, wo die Internationale Agentur für Erneuerbare Energien bis 2030 die größte Finanzierungslücke sieht.

C-PACE: eine zunehmend reife Anlageklasse

Eine geschätzte US-weite Infrastrukturlücke von rund 3,7 Billionen US-Dollar rückt innovative Finanzierungsmodelle wie Commercial Property Assessed Clean Energy (C-PACE) in den Fokus. Als öffentlich-private Partnerschaft, die vollständig privat finanziert wird und in den USA parteiübergreifende Unterstützung genießt, ermöglicht C-PACE die Finanzierung energieeffizienter, klimaresilienter und nachhaltiger Gebäude – und bietet als zunehmend reife Anlageklasse eine attraktive, strukturell einzigartige Investitionsmöglichkeit im Private-Credit-Bereich.

Real Estate Debt: attraktiver Einstiegspunkt

Immobilienkredite bieten Eigenschaften, die gerade in unsicheren Marktphasen von Vorteil sein können. Nach der jüngsten Korrektur der Immobilienwerte werden Neukredite derzeit auf Basis deutlich niedrigerer Bewertungen vergeben und bieten vergleichsweise hohe Risikoaufschläge, geringe Fremdkapitalquoten und strenge Kreditauflagen. Ein zyklischer Anstieg der Kapitalwerte sollte die Renditen aus Real Estate Debt stärken.

Investment Grade Private Credit: globale Chancenvielfalt

Die Diversifikationsvorteile und stabilen Zahlungsströme von Investment Grade (IG) Private Credit sowie Renditeaufschläge gegenüber börsennotierten Fixed-Income-Anlagen sorgen für anhaltende Kapitalzuflüsse von einer wachsenden Anlegerbasis. Das außerbörsliche IG-Universum bietet eine Fülle kurz- und längerfristiger Investitionsmöglichkeiten, erfordert jedoch ein diszipliniertes Underwriting mit robusten Kreditanalysen und Stresstests sowie ein gutes Verständnis des lokalen Regulierungsumfelds. Neben dem robusten US-Markt eröffnen sich in anderen Märkten attraktive Möglichkeiten für eine effektive globale Diversifikation.

Collateralized Loan Obligations: risikoadjustiertes Ertragspotenzial

CLOs bieten über die gesamte Kapitalstruktur hinweg attraktive Renditen und traditionell niedrige Ausfallraten. In einem Umfeld, in dem traditionelle Kreditanlagen teuer und die wirtschaftlichen Fundamentaldaten solide sind, bieten die durch Pools vorrangiger Kredite besicherten Instrumente eine Möglichkeit, attraktive Carry-Erträge zu erzielen, ohne zusätzliche Kreditrisiken einzugehen.

Direct Lending: Stabilität durch Marktkennntnis

US-amerikanische und europäische Direktkredite profitieren von robusten Mittelstandsmärkten, diszipliniertem Underwriting und defensiven Branchenstrukturen. Manager mit Größenvorteilen, einem proprietären Dealflow und einem tiefgreifenden Marktverständnis sollten hier auch bei einer veränderten Marktdynamik eine robuste Performance erzielen können.

Fazit

Alternative Credit bietet Anlegern weltweit weiterhin vielfältige Möglichkeiten, stabile Erträge zu erzielen und Portfolios widerstandsfähiger aufzustellen. Mit Blick auf 2026 wird es vor allem auf ein tiefes Verständnis der verschiedenen Teilklassen ankommen, kombiniert mit globaler Perspektive, lokaler Expertise und konsequentem Risikomanagement.

Das vollständige Whitepaper finden Sie unter nuveen.com/AlternativeCreditOutlook

nuveen
A TIAA Company

Neue Gesetze, alte Probleme

Von Detlef Pohl

Das Rentenpaket zur Alterssicherung ist in Kraft. Dennoch bleiben viele Baustellen, deren Lösungen der Rentenkommission zugeschoben wurden. Derweil brodelte es nicht nur demographisch, sondern bei berufsständischen Versorgungswerken wegen schlechter Aufsicht und riskanten Deals auch finanziell.

Die drei Säulen der Altersversorgung in Deutschland sind historisch gewachsen und extrem unterschiedlich. Erst kürzlich ist ein großes Rentenpaket Gesetz geworden. Im Kern zielt es darauf ab, das Rentenniveau zu stabilisieren (48 Prozent-Haltelinie bis 2031), die Erziehungsleistung von Müttern stärker anzuerkennen (Mütterrente III), Anreize für eine längere Lebensarbeitszeit zu schaffen (Aktivrente) und die betriebliche Altersvorsorge (BRSg 2.0) zu stärken. Doch diese Neuerungen gehen einher mit manchen handwerklichen Fehlern. Beispiel Aktivrente: Sie soll die Weiterarbeit nach Erreichen der gesetzlichen Regelaltersgrenze attraktiver machen mit bis zu 2.000 Euro im Monat steuerfreiem Gehalt bei sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung. Doch das gilt nur für Angestellte, die weiterarbeiten wollen, nicht aber für Beamte, Gewerbetreibende und Freiberufler, die keine sozialversicherungspflichtige Tätigkeit ausüben. „Das ist kein Arbeitsmarktstärkungsgesetz, sondern ein Arbeitsmarktspaltungsgesetz, das den Fachkräftemangel weiter verschärft“, kritisiert Rechtsanwalt Martin Klein, Chef des Finanzdienstleisterverbandes Votum.

Auch bei den anderen Teilen des Rentenpakets gibt es Probleme, deren Lösung die Bundesregierung nun der Rentenkommission zuschiebt, die ihre Arbeit im Januar aufgenommen hat und bis Mitte 2026 Reformpläne vorstellen soll. Eine Trendwende bei der

langfristigen Finanzierbarkeit der gesetzlichen Rente ist nur mit unbequemen Maßnahmen möglich, doch macht die Besetzung der Kommission wenig Hoffnung auf harte Reformen. Unter dem Vorsitz von Dr. Frank-Jürgen Weise (Ex-Chef der Arbeitsagentur) und Prof. Dr. Constanze Janda (Sozialrechtsprofessorin) gehören drei Vertreter der Regierungskoalition sowie acht Wissenschaftler dazu. Nicht dabei: Arbeitgeber und Sozialverbände. Zugleich trägt die Kommission eine schwere Hypothek. „Mit dem Rentenpaket hat die Politik bereits Pflöcke eingerammt, an denen die Kommission nicht mehr vorbeikommt“, kritisiert Susanna Adelhardt, Vorstandsvorsitzende der Deutschen Aktuarvereinigung (DAV).

Deutschlands Aktuare unterstreichen: Alterssicherung muss verlässlich bis ans Lebensende wirken und Reformen, die nicht direkt auf dieses Ziel einzahlen und alle drei Säulen der Alterssicherung sinnvoll kombinieren oder gar die Lasten auf jüngere Generationen abwälzen, verfehlen ihren Zweck. Positiv wird daher die stärkere Öffnung für Kapitalmarktorientierung in der Ansparphase bewertet, negativ aber die Gleichstellung lebenslanger Renten mit temporären Auszahlungsplänen. Zugleich sprechen sich die Aktuare für mehr Flexibilität in der Ausgestaltung lebenslanger Renten aus.

Außerdem warnt die DAV davor, mit Blick auf das kommende Altersvorsorgedepot in der privaten Alterssicherung Ansätze nicht gleichermaßen auch in der bAV umzusetzen. „Ein Level Playing Field zwischen zweiter und dritter Säule ist zwingend erforderlich“, so Adelhardt. Zudem müssten Reformentscheidungen konsequent an Zahlen, Fakten und den anerkannten Grundsätzen der Versicherungsmathematik ausgerichtet und die demographische Entwicklung berücksichtigt werden. Genau dies sei mit dem Rentenpaket

jedoch ignoriert worden, kritisieren die Aktuare. Es hätte gar keiner Rentenkommission bedurft. „Wir haben kein Erkenntnisproblem, sondern ein Umsetzungsproblem“, urteilt Georg Thurnes, Vorstand der Arbeitsgemeinschaft für bAV.

Gesetzgeberisch ein weißer Fleck ist immer noch die berufsständische Versorgung vieler freier Kammerberufe. 91 solcher Einrichtungen kümmern sich um die Pflichtversorgung von Anwälten, Steuerberatern, Ärzten und anderen Kammerberuflern – quasi als Ersatz zur umlagefinanzierten gesetzlichen Rentenversicherung in der ersten Säule. Aktuell verwalten diese öffentlichen Körperschaften über 290 Milliarden Euro Kapitalvermögen. Der Pflichtbeitrag von maximal je rund 1.530 Euro pro Monat wird zu großen Teilen kapitalgedeckt angelegt, was traditionell solide Überschüsse von drei Prozent und mehr abwarf. Nachteil der Selbstverwaltung: Die Anlageentscheidungen treffen oft die Berufsvertreter selbst, also nicht etwa Finanzprofis. Dennoch gilt es, bestimmte Anlagevorschriften zu berücksichtigen. Beaufsichtigt werden die Pensions-einrichtungen von den Ländern. Die Bafin ist nicht involviert.

Offenbar ist die vorhandene Aufsicht mehr als löchrig. So hatte das Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin (VZB), dem auch die Zahnärzte aus Brandenburg und Bremen angehören, seine Anlagestrategie seit 2016 geändert: weg von vorwiegend Festverzinslichem hin zu risikoreichen Direktbeteiligungen. Ende 2025 war bekannt geworden, dass dem VZB ein Verlust von mehr als der Hälfte des ursprünglichen Anlagevermögens von 2,2 Milliarden Euro droht. Man investierte unter anderem in Hotels, Ferienanlagen und Start-up-Unternehmen, darunter den Digitalversicherer Element sowie eine Garnelenzucht. Insolvenzen einzelner Beteiligungen führten zu über 270 Millionen Euro Verlust und Abschreibungen auf die größten Beteiligungen zu weiteren mehr 790 Millionen Euro Verlust.

Betroffen sind rund 11.000 aktive Zahnärzte sowie 3.500 Rentner, denen Kürzungen ihrer Altersbezüge um 20 bis 30 Prozent drohen, schätzt Uwe Rieken, Vorstand von Faros Consulting, einem Beratungshaus für die institutionelle Kapitalanlage. Der Fall des VZB erfülle ihn mit „Sorge“, denn er offenbart eine unzureichende Governance einiger Pensionseinrichtungen. Das System weise strukturelle Defizite auf, bei denen immer wieder Schieflagen mit dramatischen Folgen für die Mitglieder eintreten könnten, so Rieken weiter. Ein Problem sei die extreme Fragmentierung des deutschen Marktes mit zu vielen kleinen Einrichtungen, die nicht über die kritische Größe und ausreichend qualifiziertes Personal verfügten. Ein weiteres Problem sei der völlig unterschiedliche Aufsichts-Flickenteppich in den einzelnen Ländern mit höchst unterschiedlichem Know-how. Rieken mahnt eine einheitliche Aufsicht der Einrichtungen an, möglichst nach dem Vorbild in Nordrhein-Westfalen, wo im Finanzministerium nicht nur die Rechtsaufsicht, sondern auch eine Fachaufsicht organisiert wird. „Wir halten es für nötig, die Überwachung für berufsständische Versorgungswerke

zu vereinheitlichen“, so Rieken weiter. Bis heute seien keine ALM-Studien für berufsständische Versorgungseinrichtungen vorgeschrieben, also auch keine wirksame Risikobeurteilung der Kapitalanlagen. „Es ist höchste Zeit, Strukturen zu ändern, und das kann in der 1. Säule auch der Bundesgesetzgeber“, so Rieken. Angesichts der Vielfalt struktureller Defizite empfiehlt Faros einen „deutschen Myners-Report“ nach britischem Vorbild. In Großbritannien, das heute eine Pensions-Vorreiternation sei, habe der nach dem Finanzexperten Paul Myners benannte Report 2001 die Initialzündung für die Professionalisierung des Pensionswesens gegeben. „In Deutschland bräuchten wir ebenfalls eine solche Bestandsaufnahme, die die Fragmentierung des deutschen Pensionswesens in der Vielzahl der Durchführungswege, der regulatorischen Aufsicht und der Kapitalanlagevorschriften beschreibt und Optimierungspotenziale aufdeckt“, empfiehlt Rieken. Daraus könne sich ein volkswirtschaftlicher Nutzen im zweistelligen Milliarden-Euro-Bereich ergeben.

Es gehe darum, Fehlverhalten und Wohlstandsverluste wie im Fall der Berliner Zahnärzte, früher schon beim Versorgungswerk der Apothekerkammer Schleswig-Holstein oder jüngst auch bei der Bayerischen Versorgungskammer, durch einen systematisch verbesserten Rahmen zu vermeiden. Dazu gehörten eine Strukturreform auf Ebene der Aufsicht (16 Länderaufsichten vereinheitlichen) und auf Ebene der Pensionseinrichtungen. Letztere bräuchten durchgängig eine Trennung zwischen operativen und Aufsichtsfunktionen, eine horizontale Trennung von Kapitalanlage und Risikoverantwortung sowie mehr qualitatives Risikomanagement. Derweil geht das VZB nun juristisch gegen Berater, frühere Verantwortliche und auch gegen das Land Berlin (Staatshaftung) vor. Die neue VZB-Führung glaubt, dass die zuständige Senatsverwaltung für Wissenschaft, Gesundheit und Pflege (!) das Versorgungswerk nicht entsprechend den gesetzlichen Vorgaben beaufsichtigt habe. Zudem hätten die Apo-Bank und der Wirtschaftsprüfer Forvis Mazars entsprechend ihrem Auftrag einzelne Anlagerisiken prüfen und daher irgendwann Alarm schlagen müssen.



Frank-Jürgen Weise leitet mit Constanze Janda die Alterssicherungskommission. Diese soll Vorschläge für eine stabile Rente erarbeiten.

ZAHNSCHMERZEN IN BERLIN

Au Backe: Wenn bei einer beaufsichtigten Altersvorsorgeeinrichtung wie dem VZB mindestens die Hälfte (!) des Anlagevermögens weg ist, muss man von einem einmaligen Vorgang sprechen und man kann sich fragen, ob alles mit rechten Dingen zugeht. Fakt ist, dass Aufsicht und interne Gremien offenbar nur wenig Transparenz über das Geschehen in der Kapitalanlage hatten und Kontrollen unscharf waren. Unklar ist auch immer noch, wie es weitergehen soll. Einblicke in das Geschehen bekommen Sie auf den folgenden Seiten.

Wenn Zahnärzte zu Wagniskapitalisten werden

Von Jens Kummer

Beim Zahnärzte-Versorgungswerk in Berlin kam es zu einer Kapitalvernichtung in Milliardenhöhe. Konzentrationsrisiken, Compliance-Mängel, Netzwerke und eine unzureichende Aufsicht machten das Debakel möglich. Die Aufräumarbeiten dürften sich noch länger hinziehen.

Vor einem Jahr beschwichtigt das Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin (VZB) in einem internen Schreiben seine rund 11.000 Mitglieder, es stehe „in keiner Weise zur Diskussion“, Rentenansprüche zu kürzen, und erklärt zugleich, es liege kein versicherungsmathematisches Problem vor. Hinter den Kulissen jedoch tobt zu diesem Zeitpunkt bereits eine finanzielle Katastrophe biblischen Ausmaßes. Mit riskanten Investments in Start-ups, Luxushotels und obskure Projekte hat das VZB bis zu 1,1 Milliarden Euro – etwa die Hälfte seines Vermögens – verspielt. Es ist der wohl größte Skandal in der Geschichte deutscher Versorgungswerke. Dieser Enthüllungsbericht zeichnet die Verflechtungen der Verantwortlichen in einigen Fällen nach, beleuchtet ihr Versagen in Aufsicht und Kontrolle und zeigt, wie das Umfeld half, eine beispiellose Milliardenvernichtung zu verschleiern – bis alles zusammenbrach.

„Unübliche, hochriskante und überproportionale Investments“ – so nennt der neue VZB-Verwaltungschef Thomas Schieritz rückblickend die Anlagepolitik der letzten Jahre. Tatsächlich steckte das VZB seine Pflichtbeiträge – eigentlich für sichere Renten gedacht – in Unternehmen, die eher ins Portfolio von Wagniskapitalfonds passen: ein Insurtech-Start-up in Berlin, eine digitale Spedition in Hamburg, Luxus-Resorts unter anderem auf Ibiza und Sardinien, eine Garnelen-Farm in Schleswig-Holstein und sogar eine unaus-

gereifte Recycling-Fabrik in Kalifornien. Viele dieser Abenteuer endeten im Desaster. Insolvenzen und drastische Abschreibungen summierten sich auf Hunderte Millionen Euro; allein 2022 und 2023 mussten zusammen rund 110 Millionen Euro abgeschrieben werden. Doch wer hatte diese fragwürdigen Deals eingefädelt – und warum hat niemand sie gestoppt?

Element Insurance: Absturz des „Versicherungs-Start-ups“

Ein zentrales Kapitel ist die Element Insurance AG, ein Berliner Versicherungs-Start-up (Insurtech). Einst als hoffnungsvoller Digitalversicherer gestartet, ist Element heute insolvent – und das VZB sein größter Gläubiger. Mitten in der Niedrigzinsphase witterte das Versorgungswerk offenbar Renditechancen und stieg 2017 bei Element ein. In mehreren Finanzierungsrunden erhöhte das VZB seinen Anteil immer weiter – zuletzt hielt es über 80 Prozent der Aktien. Um den Jahreswechsel 2024/25 zeichnete das VZB sogar neue Element-Aktien. Wie sich herausstellte, im Alleingang: Die einzige andere Investorin, ein spanischer Insurtech-Fonds, sprang offenbar ab, sodass erneut nahezu allein das Geld der Berliner Zahnärzte das chronisch defizitäre Start-up stützte.

Die Geschäftsberichte zeichneten derweil ein düsteres Bild: Selbst 2023 schrieb Element – nach Rückversicherungs-Effekten – fast 20 Millionen Euro Verlust. Doch anstatt endlich die Reißleine zu ziehen, investierte das VZB immer weiter, getrieben von der Hoffnung auf Wachstum „um jeden Preis“. Ende 2024 dann der Schock: Die Finanzaufsicht Bafin untersagte der Element Insurance AG wegen Kapitalmangels das Neugeschäft. Kurz darauf, am 8. Januar 2025, eröffnete das Amtsgericht Charlottenburg ein vorläufiges

Insolvenzverfahren. Pikant: In einem Mitgliederbrief vom 10. Januar 2025 verschwieg das VZB die Pleite. Stattdessen betonte man beschwichtigend, das Geschäftsmodell habe sich „positiv entwickelt“ und die Prämieinnahmen seien gestiegen. Erst durch Presseberichte erfuhren viele Mitglieder vom wahren Ausmaß des Debakels. Für das VZB bedeutet die Element-Pleite einen möglichen Verlust von bis zu 100 Millionen Euro – so viel „stehe im Feuer“, berichtete der Tagesspiegel im Januar 2025. Tatsächlich war das Versorgungswerk zu diesem Zeitpunkt schon mit rund 62 Millionen Euro an Element beteiligt (Anschaffungswert). Nach Insolvenzeröffnung dürfte dieser Betrag größtenteils verloren sein.

Tatsache ist: VZB-Direktor Ralf Wohltmann, der all diese Investments zu verantworten hatte, fungierte gleichzeitig als Aufsichtsratschef der Element Insurance AG. Dieses Doppelmandat wirft Fragen auf: Konnte Wohltmann die Risiken unvoreingenommen beurteilen, wenn er als Element-Kontrollrat selbst an das Geschäftsmodell glaubte? Sicher ist: Wohltmann und das VZB-Management hielten viel zu lange an Element fest – bis am Ende über drei Viertel der Firma in den Händen der Berliner Zahnärzte lagen und das Projekt dann scheiterte.

Cargonexx: Millionen in den Sand gesetzt

Auch in Hamburg investierte das VZB massiv in ein Start-up – mit ähnlichem Ausgang. Cargonexx, eine digitale Spedition („KI-Spediteur“), galt einst als Hoffnungsträger, geriet jedoch im Jahr 2019 in Schieflage: Der größte Anteilseigner Robin Frenzel (ein ehemaliger MPC-Manager) hielt fast die Hälfte der Anteile, weitere Investoren sprangen ab, und niemand war mehr bereit, frisches Kapital nachzuschießen. In dieser Lage tauchte überraschend das Berliner Zahnärzte-Versorgungswerk als Retter auf. Am 20. Dezember 2019 – kurz vor Jahresschluss – gewährte das Versorgungswerk Cargonexx ein Wandeldarlehen über zwölf Millionen Euro zu acht Prozent Zinsen, unterschrieben vom damaligen VZB-Verwaltungsratschef Dr. Ingo Rellermeier persönlich.

Vertraulichen Unterlagen zufolge nutzte Cargonexx dieses Geld umgehend, um Altschulden bei bestehenden Investoren abzulösen: 4,5 Millionen Euro wurden sofort abgerufen, davon flossen drei Millionen Euro an Altgläubiger zur Tilgung ihrer Darlehen – darunter mindestens 1,5 Millionen Euro an Frenzels eigene Beteiligungsgesellschaft, wie aus den Dokumenten hervorgeht. Mit anderen Worten: Das Geld der Zahnärzte diente dazu, die bisherigen privaten Investoren auszuzahlen und das Start-up mit VZB-Mitteln schuldenfrei zu machen. Dennoch war Cargonexx zu diesem Zeitpunkt formal überschuldet; erst als das VZB und die Altgesellschafter 2019 freiwillig auf Rückzahlungsansprüche in Höhe von insgesamt 5,6 Millionen Euro verzichteten, konnte die Überschuldung buchhalterisch bereinigt werden. Faktisch hatte die Rentenkasse der Zahnärzte also bereits beim Einstieg einen Teil der Verluste übernommen.

Warum stieg das VZB überhaupt ein? Bis Ende 2019 bestand keinerlei Beziehung zwischen dem Versorgungswerk und Cargonexx – weder hielt man Anteile, noch hatte man Darlehen gewährt. Es muss also externe Vermittler gegeben haben. Ein Blick ins dahinterstehende Netzwerk liefert Indizien: Größter Cargonexx-Eigentümer war, wie erwähnt, Robin Frenzel. Einer der ersten Geldgeber war zudem die Engel & Völkers Resorts GmbH, die ebenfalls rund zehn Prozent der Anteile hielt. Dieses Unternehmen durfte damals im Rahmen einer Markennutzungslizenz den Namen Engel & Völkers nutzen – und genau dort ergibt sich ein erstaunlicher Schulterschluss zu anderen VZB-Investments.

Fest steht: Die Hamburger Connection um Frenzel stellte offenbar den Kontakt zum Versorgungswerk her. Frenzels Partner Ulrich Oldehaver (Ex-MPC-Vorstand) investierte über seine Firma Schickler Beteiligungs GmbH, die anfänglich 90 Prozent von Cargonexx hielt, und Mitgründer Rolf-Dieter Lafrenz hielt über die Schickler Beratung die restlichen zehn Prozent. Man kann also von einem „Start-up“ im Dunstkreis etablierter Hamburger Finanzakteure sprechen.

Mit dem frischen VZB-Geld versuchte Cargonexx ab 2020 einen Neuanfang. Das Zwölf-Millionen-Darlehen war so bemessen, dass es theoretisch in 24 Prozent der Firmenanteile hätte gewandelt werden können – basierend auf einer äußerst optimistischen Firmenbewertung von 50 Millionen Euro (zum Vergleich: Ein Jahr zuvor lag die Bewertung bei maximal 30 Millionen Euro). Praktisch blieb das VZB zunächst Gläubiger: Bis Ende 2020 hatte Cargonexx weitere fünf Millionen Euro aus dem Wandeldarlehen abgerufen, sodass zu diesem Zeitpunkt 9,5 Millionen Euro Schulden an das VZB in den Büchern standen. Anstatt jedoch frisches Privatkapital zu finden, musste erneut das VZB aushelfen: Zusätzlich finanzierte das Versorgungswerk 2020 indirekt einen Anteilszukauf Frenzels mit weiteren fünf Millionen Euro. Insgesamt erhöhte sich das Engagement des VZB damit – inklusive weiterer Hilfen über Frenzels Firmen und Anschlussstranchen bis 2023 – auf mindestens



Bild: Deutsche Apotheker- und Ärztebank

Ralf Wohltmann war 25 Jahre lang als Direktor für die Kapitalanlage beim Zahnärzteversorgungswerk zuständig.

23 Millionen Euro. Diese Summe droht, vollständig verloren zu sein. Denn Cargonexx meldete im Juli 2025 überraschend Insolvenz an. Die Vision vom „KI-Spediteur“ zerplatzte – und mit ihr wohl auch die Millionen der Berliner Zahnärzte.

Luxushotels, 12.18., Engel & Völkers: komplexes Geflecht

Nicht nur Start-ups, auch Immobilienprojekte zogen das VZB in seinen Bann. Besonders eng ist das Versorgungswerk mit der Düsseldorfer Unternehmensgruppe 12.18. des Duos Jörg Lindner und Kai Richter. Die 12.18.-Gruppe (benannt nach den Anfangsbuchstaben ihrer Nachnamen – L = 12., R = 18. Buchstabe im Alphabet) entwickelt und betreibt Premium-Hotels und Resorts, etwa das Luxus-Feriendorf 7Pines Resort Ibiza sowie ähnliche Objekte auf Sardinien und in Schottland. Das VZB stieg schon vor Jahren als strategischer Partner und Mitgesellschafter bei 12.18. ein.

2019 prahlte Dr. Ingo Rellermeier – damals Vorsitzender des VZB-Verwaltungsausschusses – öffentlich mit der „erfolgreichen Zusammenarbeit zwischen 12.18. und dem VZB“. Er selbst saß zu dieser Zeit im Beirat der 12.18. Investment Management GmbH, welche zahlreiche Hotelprojekte steuerte. VZB-Direktor Ralf Wohltmann ging sogar noch weiter: Nach dem plötzlichen Tod von Kai Richter im April 2020 übernahm Wohltmann dessen Platz und wurde geschäftsführender Gesellschafter bei 12.18. Investment Management. Man muss sich das klarmachen: Der hauptamtliche Geschäftsführer des Versorgungswerkes war gleichzeitig Co-Chef eines privaten Hotelentwicklers, in den das Versorgungswerk zig Millionen investierte – ein Interessenkonflikt par excellence.

Unter Lindner, Richter und Wohltmann baute die 12.18.-Gruppe ein Geflecht immer neuer Projekte und Zweckgesellschaften auf, an denen häufig auch VZB-Gelder beteiligt waren. Ein Beispiel ist die Castlewood-Gruppe des Hotelunternehmers Martin Smura. Smura, ein ehemaliger Kempinski-CEO, betrieb über die Castlewood Hotels & Resorts AG (Sitz: Nidwalden, Schweiz) mehrere Luxusresorts. Im Frühjahr 2020 – zeitgleich mit Richters Tod – geriet Castlewood in Turbulenzen. Noch im Mai 2020 stieg die 12.18.-Gruppe ein: Es wurde die 12.18. Castlewood Hotels GmbH gegründet, an der sich auch das VZB beteiligte. Diese Gesellschaft kaufte für 7,5 Millionen Euro Anteile an Smuras Schweizer Castlewood-Gruppe. Kurz darauf wurde bekannt, dass Kateryna Smura, die Ehefrau von Martin Smura, drei Castlewood-Firmen an eine dubiose US-Briefkastenfirma verkauft hatte – ein Strohhalm-Geschäft, das für einen Skandal sorgte. Für das VZB bedeutete dies, dass sein Investment in Castlewood plötzlich extrem unsicher war.

Bemerkenswert ist die Rolle von Dr. Ingo Rellermeier in diesen Geflechten. Rellermeier, seit 2007 Mitglied und ab 2013 Vorsitzender des VZB-Verwaltungsausschusses, war in mehreren zentralen Transaktionen federführend beteiligt. Gleichzeitig unterhält der Berliner Zahnarzt enge private und geschäftliche Verbindungen

zum Aufsichtsorgan: Er führt seit vielen Jahren gemeinsam mit Dr. Karsten Heegewaldt – dem Präsidenten der Zahnärztekammer Berlin – eine Zahnarztpraxis. 2019 gründeten Rellermeier und Heegewaldt sogar zusammen eine Immobilien-Beteiligungsgesellschaft, die in den folgenden Jahren ein Anlagevermögen von über 13 Millionen Euro aufbaute. Finanziert wurde dies wesentlich durch gemeinsame Darlehen der beiden Gesellschafter. Diese personelle Achse zwischen VZB-Spitze und Kammerführung gibt Anlass zu Fragen – zumal Heegewaldt als Kammerpräsident über sein Amt Einfluss auf das Versorgungswerk hat.

Auffällig sind auch die Ausschüttungstricks bei einigen Investments, durch die private Partner Gewinne abschöpften, während das VZB das wirtschaftliche Risiko trug. Ein besonders drastischer Fall spielte sich 2018 bei der Engel & Völkers Capital (EVC) AG ab, ebenfalls ein unabhängiger Lizenznehmer der Marke Engel & Völkers. Hier wurden VZB-Anteile auch durch eine Optionsvereinbarung gezielt so verschoben, dass Dividenden fast ausschließlich an zwei Mitinvestoren flossen: Das VZB hielt zwar 20 Prozent des Kapitals, erhielt aber lediglich etwa 0,9 Prozent der Dividende.

Konkret wurden von insgesamt 18 Millionen Euro Dividendensumme nur 155.000 Euro an das VZB ausgeschüttet, während Jörn Reineckes FOX Beteiligungen GmbH und Robin Frenzels Frenzel Beteiligungen GmbH über 99 Prozent kassierten. Möglich machte dies eine kurz zuvor geänderte Satzung der EVC, die dem VZB in dieser Ausschüttung einen Nachteil von rund 3,45 Millionen Euro bescherte. Reinecke und Frenzel hatten ihre EVC-Anteile erst kurz vor Jahresende 2018 für 31,50 Euro je Aktie übernommen – finanziert faktisch durch die Dividende, die sie wenige Wochen später ausschütteten. Nach Begleichung der Kaufpreise für die Aktien blieb für die beiden ein Überschuss von zusammen rund 5,3 Millionen Euro übrig. Brisant: Das VZB selbst hatte maßgeblich zu dem außergewöhnlichen Gewinn der EVC AG beigetragen, indem es kurz vor dem Jahreswechsel 2018 der EVC eine Tochtergesellschaft (EV Digital Invest) für drei Millionen Euro abkaufte. Mit anderen Worten: Das Versorgungswerk hebelte den Erfolg der EVC, ging bei der Dividendenausschüttung dann aber fast leer aus.

Ähnlich benachteiligt wurde das VZB beim Düsseldorfer Projektentwickler MAGNA Real Estate AG. Hier kam es 2018 zu einer selektiven Dividendenauskehr in Höhe von zwei Millionen Euro, die ausschließlich an die beiden Hauptgesellschafter – Reineckes FOX Immobilien und David Liebigs Lonepike GmbH – floss. Das VZB, das soeben erst gut 1,1 Millionen Euro frisches Kapital eingelegt und zehn Prozent der Anteile übernommen hatte, ging leer aus. Darüber hinaus war im Beteiligungsvertrag eine Klausel verankert, die den Privatinvestoren wenig später eine weitere Millionen-Prämie sicherte: Sobald ein externer Investor eine Unternehmensbewertung von mindestens 150 Millionen Euro zugrunde legte, musste das VZB den beiden Verkäufern (FOX und Lonepike) nachträglich jeweils drei Millionen Euro zahlen. Tatsächlich

meldeten Reinecke und Liebig im Juni 2018, dass die Bedingungen erfüllt seien – und kassierten die vereinbarten sechs Millionen Euro „Earn-out“-Bonus. Für die Zahnärzte bedeutete dies: Man investierte in Magna, erhielt selbst keinerlei Gewinn, zahlte aber den Partnern zusätzliche Prämien aus.

Diese Beispiele zeigen, wie engmaschig das Netzwerk zwischen dem VZB und privaten Investmentpartnern gestrickt war – und wie sehr einige wenige Akteure davon profitierten. Frenzel etwa, der auf Seiten des Fonds- und Beteiligungsmanagements agierte, stand in enger Beziehung zum VZB über den Verkauf von E&V Capital und die gemeinsame Fondskooperation. Lindner und Richter traten zwar im VZB selbst nicht in Erscheinung, waren aber als Empfänger von VZB-Investments über ihre Firmen mit dem Versorgungswerk verflochten. Wohltmann und Rellermeier wiederum handelten quasi in Doppelrolle: als Verantwortliche im VZB und zugleich als Aufsichts- beziehungsweise Beiräte in den Beteiligungsfirmen. So erklärt sich, warum kritische Stimmen lange ausblieben – das Kontrollgremium war mit ins System eingebunden.

„Größter Schaden der Nachkriegszeit“

Mittlerweile hat ein personeller Neuanfang eingesetzt. Die alte Führungsspitze des VZB wurde komplett ausgetauscht: Bereits im Frühjahr 2025 entthob die Vertreterversammlung drei Mitglieder des Verwaltungsausschusses ihres Amtes, zwei weitere traten zurück. Im Juli 2025 folgten zwei weitere Abberufungen. Der einstige Verwaltungsausschuss-Vorsitzende Dr. Ingo Rellermeier und VZB-Direktor Wohltmann sind nicht mehr im Amt. Neuer starker Mann ist der bereits erwähnte Thomas Schieritz, der im April 2025 zum Vorsitzenden des Verwaltungsausschusses gewählt wurde. Unter Schieritz und einem ebenfalls erneuerten Aufsichtsausschuss (geleitet von Dr. Andreas Vocks seit Ende 2023) verspricht das VZB nun lückenlose Aufklärung.

Parallel dazu sind juristische Schritte angelaufen. Ende 2025 reichte das Versorgungswerk eine Feststellungsklage beim Kammergericht ein, um Schadenersatzansprüche gegen zwölf Beteiligte geltend zu machen. Darunter sind neun frühere Verantwortliche des VZB (aus Verwaltungs- und Aufsichtsausschuss), außerdem die Deutsche Apotheker- und Ärztebank (Apo-Bank), die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Mazars – sowie das Land Berlin als Aufsichtsbehörde. Der Vorwurf: Sie alle hätten durch Fehlberatung, Prüfungsversagen oder Aufsichtsmängel dazu beigetragen, dass über eine Milliarde Euro Verlust entstand.

Verluste und Abschreiber von über einer Milliarde Euro

Konkret beziffert eine interne Analyse insolvenzbedingte Verluste auf 274 Millionen Euro und Abschreibungen auf die zwölf größten Beteiligungen auf 791 Millionen Euro. In Fachkreisen ist bereits vom schwerwiegendsten Fall dieser Art in Deutschland die Rede.

Gegenüber dem Handelsblatt wies die Apo-Bank die Vorwürfe zurück, für etwaige Verluste des VZB verantwortlich zu sein. Generell verweist der Fall – ähnlich wie Diskussionen rund um Ratingagenturen – auf ein strukturelles Spannungsfeld in der institutionellen Kapitalanlage: Vom Auftraggeber bezahlte Dienstleister stehen regelmäßig in einem potenziellen Interessenkonflikt zwischen Unabhängigkeit und Mandatserhalt. Zudem sind externe Prüfer und Berater stets auf die Qualität und Vollständigkeit der ihnen zur Verfügung gestellten Daten angewiesen.

Auch strafrechtlich wird inzwischen ermittelt: Gegen einzelne Ex-Verantwortliche besteht der Verdacht untreuer Geschäftsführung. Es steht im Raum, dass sich einzelne Personen persönliche Vorteile von Investmentpartnern verschafft haben; so heißt es in einem Bericht, Ex-VZB-Chef Wohltmann habe sich bei privaten Geschäften mit einem VZB-Partner persönliche Vorteile verschafft. Die endgültige Aufarbeitung dieses Skandals wird Jahre dauern – und sein gesamtes Ausmaß ist bislang nicht absehbar.

Für die VZB-Mitglieder – die Zahnärztinnen und Zahnärzte aus Berlin, Brandenburg und Bremen – heißt das derweil banges Warten. Laut Geschäftsbericht 2023 musste das Versorgungswerk allein in diesem Jahr 84 Millionen Euro aus der Überschussrückstellung entnehmen, um laufende Verluste auszugleichen. Ob und in welcher Form die Verantwortlichen zur Rechenschaft gezogen werden können, wird sich erst in den kommenden Jahren zeigen.

Besonders schwer wiegt jedoch, dass sich die Geschichte offenbar wiederholt: Bereits vor rund zwanzig Jahren kam es beim damaligen Versorgungswerk der Zahnärzte Berlin-Brandenburg zu einer Veruntreuung von Geldern, die in einer Kürzung der Anwartschaften um 16 Prozent mündete. Dass Ralf Wohltmann bereits damals Direktor war und diese Funktion von Januar 2000 bis September 2025 innehatte, verleiht dem aktuellen Milliarden-Desaster den Charakter eines institutionellen Déjà-vus. Fest steht: Ein derartiger Vertrauensbruch und finanzieller Schaden sind beispiellos – und werden die Zahnärzte-Altersvorsorgeeinrichtung und aber auch die berufsständische Altersversorgung generell noch lange belasten.

Netzwerke, Interessenkonflikte, Benachteiligungen und am Ende der Gang zur Justiz

Undurchsichtige Netzwerke Ein enger Personenkreis war bei mehreren Investments in unterschiedlichen Rollen involviert.	Massive Interessenkonflikte VZB-Direktor Wohltmann war zeitweise gleichzeitig Co-Chef privater Firmen, in die VZB-Gelder flossen.
Systematische Benachteiligung Bei der EVC AG erhielt das VZB trotz 20 % Kapitalanteil nur 0,9 % der Dividenden.	Juristische Generalabrechnung Feststellungsklage gegen zwölf Beteiligte, darunter Ex-Manager, Prüfer und die Aufsichtsbehörde.

Quelle: eigene Recherche; © portfolio institutionell

Zu Land, zu Wasser und in der Luft

Von Patrick Eisele

Die Kapitalanleger im Berliner Zahnärzte-Versorgungswerk hatten ein breites Tätigkeitsspektrum. Dieses erstreckte sich bis hin zu Crowdfunding, Kunst-Investments und einem Yacht-Verleih sowie regional bis Kalifornien, Südafrika und Ibiza. Um all dem nachzukommen, braucht es Fokus und Teamarbeit.

Um das Binnenklima bei Berliner Zahnärzten ist es schon seit Jahren schlecht bestellt. Dies lässt sich auch verschiedenen Schreiben entnehmen, in denen sich die „sehr geehrten Kollegen“ wie die Kesselflicker streiten. Mal wird vom Brieffreund Dr. Ingo Rellermeier ein „Mindestmaß an Redlichkeit und Ernsthaftigkeit erwartet“, mal diagnostiziert dieser wiederum beim Dentisten-Kollegen ein „populistisches und die Wahrheit verdrehendes Statement“, „Phrasen“ und ein „schmollendes Kindergartenkind“. In dem Briefwechsel ging es 2018 übrigens um die Veruntreuung von Geldern in einem Berliner Zahnärzte-Fortbildungsinstitut sowie damit verbunden die Vorenthaltung von Daten und den Vorwurf, dass Angaben unzutreffend seien. Solche Vorwürfe sind auch aus einer anderen Tätigkeit Rellermeiers nicht unbekannt. Er war von 2013 bis 2025 Vorsitzender des Verwaltungsausschusses des Versorgungswerks. Dieses Gremium kümmert sich um die Veranlagung der Altersvorsorgegelder der Zahnärzte. Fast schon hellseherisch steht in dem Schreiben vor acht Jahren an Rellermeier auch: „Bei der Lektüre ihres gehässigen Kommentars stellte sich mir spontan die Frage, wie sie ein Kontrollversagen im Versorgungswerk gehandhabt hätten?“

Ableiten lässt sich aus diesen Schreiben noch ein anderer Sachverhalt: Zahnarzt Rellermeier tanzte auf vielen Hochzeiten. Voll

ausgelastet war immer auch der Direktor des Versorgungswerks, Ralf Wohltmann, bei dem es sich laut Wirtschaftswoche um ein Organisationsgenie handeln muss. Wohltmann saß nicht nur ausweislich seines LinkedIn-Profiles in 13 Aufsichts- und Beiräten. Unter seiner Ägide war das Versorgungswerk zudem sehr intensiv auf Einzeltitel-Ebene unterwegs – auch wenn dies für die breite Zahnärzteschaft nicht immer nachvollziehbar war.

Information oft erst dann, „wenn es bereits zu spät ist“

So vergab das VZB über eine ihrer Vermögensverwaltungsgesellschaften mehrere Crowdfunding-Darlehen über insgesamt einen einstelligen Millionenbetrag, die teils schnell wieder abgeschrieben werden mussten. Vermittelt und vorgeprüft wurden diese Darlehen von der Plattform Kapilendo, einer Beteiligung des VZB. Die Abschreiber erfolgten allerdings nur in der Vermögensverwaltungsgesellschaft. Auf Ebene des Versorgungswerks kam es dagegen zu Abgängen – ohne dass der Wirtschaftsprüfer erläuterte, ob daraus ein Gewinn oder Verlust resultierte. Akribisch zusammengestellt und moniert hat diese Intransparenz ein Mitglied der Vertreterversammlung des VZB. „Über einen Teil der Details erfahren wir erst dann, wenn es bereits zu spät ist“, kritisierte der Zahnarzt. Immerhin wurde man im Jahr 2023 über eine Abschreibung an Kapilendo in Höhe von 15 Millionen Euro informiert.

Fast schon vorbildlich agierte das VZB bezüglich einer globalen Diversifikation und der kostenbewussten Vermeidung hoher Fondsgebühren. Weitere Beteiligungen des Versorgungswerks außerhalb Europas betrafen nämlich ein Recycling-Unternehmen in Kalifornien, einen Asset Manager in New York oder ein

Grundstück in Südafrika. Von dem Recycling-Unternehmen, an dem das VZB gemeinsam mit Oaktree beteiligt war, ist bekannt, dass es im September 2025 seinen Geschäftsbetrieb einstellte.

Mit Einzel-„Assets“ beschäftigte sich das VZB laut den portfolio institutionell vorliegenden Dokumenten auch schon in den Vorjahren. 2017 wurden Kunstgemälde und Kunstdrucke in Höhe von 1,8 Millionen Euro erworben. Verkäufer war die Quantum Immobilien Kapitalverwaltungsgesellschaft, damals Dienstleister für den Immobilien-Masterfonds des VZB. Überraschend wäre, dass die anspruchsberechtigten Zahnärzte von der Sammlung der Werke der Künstlerin Seo nichts gewusst haben sollten. „Je nach Werk könnte die Menge der erworbenen Kunstgegenstände bei Anschaffungskosten in Höhe von rund 1,8 Millionen Euro entsprechend groß sein“, notierte das Mitglied der Vertreterversammlung. Von Geldern des VZB profitierten auch Ballkünstler. Vergleichsweise seriöse Kreditnehmer fanden die Kapitalanleger in der HSV Fußball AG und im 1. Fußballclub Heidenheim 1846 e.V. Die Schulscheindarlehen verzinsen die Clubs mit fünf Prozent, der HSV für fünf Jahre, die kurz vor dem finanziell belastenden Abstieg in die zweite Bundesliga stehenden Kicker aus Heidenheim für zwölf Jahre. Der Nennwert der beiden Darlehen beläuft sich auf insgesamt etwa 14,2 Millionen Euro.

Ende Januar bewertete das Arbeitsgericht Berlin zumindest die ordentliche Kündigung von Wohltmann seitens des Versorgungswerks, für das Wohltmann mehr als 25 Jahre tätig war, für wirksam. Diese sei wegen Interessenkonflikten mit Blick auf die Mitgliedschaften in Gremien mehrerer Beteiligungsunternehmen des VZB berechtigt. Zurück zu Ingo Rellermeier: Er hatte zwar neben seinem Hauptjob kein Dutzend Aufsichts- und Beiräte. Neben seinem Ehrenamt als Vorsitzender des Anlageausschusses kümmerte er sich aber auch um die Rellermeier Heegewaldt Immobilien Beteiligungsgesellschaft, die 2021 eine Bilanzsumme von 13,4 Millionen Euro auswies. Mit Dr. Karsten Heegewaldt, langjähriger Präsident der Zahnärztekammer Berlin, betreibt Rellermeier auch gemeinsam eine Zahnärztepraxis. Weiter widmete er sich seit 2018 mit seiner Rellermeier GmbH & Co KG dem Abschluss von Leasing- und Charterverträgen von Booten und Wasserfahrzeugen in Spanien. Konkret geht es um einen Yacht-Verleih auf Ibiza, der ihm 2018 vom damaligen 12.18.-Geschäftsführer Kai Richter angeboten worden sei. Das VZB war Mitgesellschafter und wichtiger Kreditgeber des Immobilienspezialisten. Vermietet werden konnte die Motoryacht, die etwa eine Million Euro kostete, laut den Unterlagen an das 7Pines Resort auf Ibiza, in dem Rellermeier zuvor zwei Wohnungen erworben hatte. Wohl nur ein Zufall war, dass dieses Resort seit 2015 ein Objekt der 12.18.-Gruppe ist. Zum Einstieg von 12.18. sagte Rellermeier: „Das neue 7Pines Kempinski Manhattan ist Symbol für die erfolgreiche Zusammenarbeit zwischen 12.18. und dem VZB und legt den Grundstein für die Expansion in weiteren hochklassigen Tourismus-Destinationen.“ Spätestens mit dem Yacht-Verleih war dann wohl auch die Zusam-

menarbeit zwischen 12.18. und Rellermeier selbst erfolgreich. Honorar war jedoch von Rellermeier, dass er – seiner Erinnerung nach –, seinen Verwaltungsausschuss von der Yacht in Kenntnis setzte. Dieser habe das Boot jedoch als Privatsache befunden. Somit bestand keine Notwendigkeit, den Aufsichtsausschuss mit dem Yacht-Verleih zu behelligen. Ebenfalls honorar war 2025, dass „er die Zusammenarbeit mit dem Resort beenden“ wolle, da „wir die privaten Dinge nicht mit dem Geschäftlichen verquicken wollen“. Anders als der Verwaltungsausschuss scheint die Staatsanwaltschaft den Yacht-Verleih zu sehen. Wie RBB 24 im Januar berichtete, ermittelt die Staatsanwaltschaft wegen Vorteilsannahme im Amt. Hierzu verwies Rellermeier gegenüber RBB 24 auf sein transparentes Handeln und sagte: „Unabhängig davon ist mir bis heute kein Schaden benannt oder geltend gemacht worden, der hieraus resultiert sein soll. Vorwürfe dazu sind als politisch zu betrachten.“

Vielfältige Tätigkeiten gebieten es, Prioritäten zu setzen. Geschäftspolitik der VZB-Verantwortlichen war darum immer, sich auf interne Themen zu fokussieren. Wie auch schon dieses Medium erfahren hat, kommuniziert man „nicht mit Dritten über unsere Interna und beantwortet somit grundsätzlich keine Anfragen dieser Art“. Priorität liege darin, primär den Informationsbedarf der Mitglieder zu decken. Diese hätten sich allerdings auch mehr und vor allem bessere Informationen gewünscht. Mitgeteilt wurde beispielsweise noch im Januar 2025, dass das VZB kein versicherungsmathematisches Problem hat.

Ein so vielfältiges und auch internationales Tätigkeitsspektrum erfordert gut aufgestellte Dienstleister. Selbstredend, dass so erfolgreiche Immobilienmanager wie die der 12.18.-Gruppe, mit der das VZB außer auf Ibiza unter anderem auch in Schottland und auf Sardinien in gehobene Hotellerie investierte, ein eigenes Geschäftsflugzeug benötigten. Gemäß Recherchen eines Berliner Zahnarztes handelte es sich um eine Pilatus PC-12, die in der von 12.18. gewählten Luxusvariante 4,5 Millionen Euro kostet und etwa fünf Jahre für den Asset Manager im Einsatz war. Diverse Flugbewegungen, so formuliert es der Zahnarzt, deuten darauf hin, dass man auch beim wichtigsten Geldgeber von 12.18., dem VZB, frühzeitig vom Erwerb des Fliegers wusste.

Mehr Kollegialität, Lösungsorientierung und Transparenz

Zu personellen Änderungen kam es jüngst nicht nur im Versorgungswerk, sondern auch in der Zahnärztekammer Berlin. Dieses wählte im Januar Dr. Bianca Göpner-Fleige zur neuen Präsidentin. Symptomatisch für die Probleme in der Berliner Zahnärzteschaft war deren Statement zum Amtsantritt: „Ich möchte alle Kolleginnen und Kollegen vertreten, unabhängig von politischen Zugehörigkeiten, Strömungen und vergangenen Mehrheiten. Ich wünsche mir eine Kammerarbeit, die offen ist für Beteiligung, kollegiale und lösungsorientierte Zusammenarbeit. Dazu gehören insbesondere Transparenz und nachvollziehbare Entscheidungen.“

Mit Leitplanken gegen Geisterfahrer

Von Patrick Eisele

Der Crash des Berliner Zahnärzte-Versorgungswerks gefährdet nicht nur die Altersvorsorge von Dentisten, sondern beschädigt auch das Gesamtsystem der Altersvorsorge der Freien Berufe. Grund genug für die ABV, einige Dinge klarzustellen. Für Verbesserungen soll das ABV-Prädikat sorgen.

90 berufsständische Versorgungswerke machen einen sehr guten Job – und die einzige Ausnahme bestätigt die Regel: Vor allem diese Botschaft versuchte die Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen, ABV, Pressevertretern zu vermitteln. Geladen hat der Verband, weil seit Monaten vor allem das Kapitalanlage-Debakel des Versorgungswerks der Zahnärztekammer Berlin, VZB, die Reputation des Altersvorsorgesystems der Freien Berufe beschädigt. Zudem sind auch von anderen Versorgungswerken Anlageprobleme bekannt, insbesondere bei Immobilien. Diese, so die ABV, müsse man aber in Relation zum Gesamtportfolio sehen oder berücksichtigen, dass Reserven ausreichend sind.

Grundsätzlich nicht vergessen sollte man, dass das Rentensystem der Freiberufler in Gänze funktioniert – und zwar anders als das staatliche Umlageverfahren ohne Subventionen. Die Probleme eines einzigen Versorgungswerks sind „kein Grund, das erfolgreiche System der berufsständischen Versorgung insgesamt in Frage zu stellen“, betont Hartmut Rüdiger, Stellvertretender Vorsitzender des Vorstands der ABV und Architekt aus Braunschweig. Klar sein müsse aber auch: „Was beim VZB passiert ist, darf nicht wieder passieren. Das Geschehen beim VZB ist ein hilfreiches Menetekel für jedes berufsständische Versorgungswerk sich selbst zu prüfen, ob man richtig aufgestellt ist.“

Das Sich-selbst-prüfen erscheint auch für das Aufsichtssystem sinnvoll. Dieses ist auf Länderebene angesiedelt und erscheint nicht in jedem Fall über jeden Zweifel erhaben – insbesondere, wenn, wie beim VZB, mindestens die Hälfte des Kapitalanlagevolumens verloren sein soll. Zuletzt gab das Versorgungswerk sein Kapitalanlagevolumen mit 2,2 Milliarden Euro an. Das VZB steht unter Aufsicht der Senatsverwaltung für Wissenschaft, Gesundheit und Pflege sowie für die versicherungsmathematischen Grundlagen und Kapitalanlagen unter der Fachaufsicht der Senatsverwaltung für Wirtschaft, Energie und Betriebe. Eine bundesweite Aufsicht, etwa durch die Bafin, ist für die Arbeitsgemeinschaft kein Thema. „Eine Aufsicht durch die Bafin ist für unser System nicht geeignet“, erklärt Rudolf Henke, Vorsitzender des Vorstands der ABV und Arzt aus Aachen. „Da die Verantwortung für die Gesetzgebung zu den Versorgungswerken bei den Ländern liegt, kommt eine Übertragung auf eine Bundesbehörde nicht in Betracht.“ Nach Einschätzung von Henke erfüllen die Aufsichten ihre Aufgaben „mit großer Sorgfalt und großer Verantwortung“.

Überprüft wird im Rahmen der Versicherungsaufsicht insbesondere die Einhaltung von Quoten. Wenn diese allerdings mit Verpackungen bestückt sind, ist ein reiner Quoten-Check wenig erkenntnisreich. Zielführend, so unter anderen ein Mitarbeiter eines der 91 Versorgungswerke gegenüber portfolio institutionell, sei eine Substance-over-Form-Denke. Der Praktiker nennt als weiteren Mangel zudem, dass es gerade bei kleineren Versorgungswerken der Fall sein kann, dass eine Person Front und Middle Office verantwortet. Dieses Manko bezüglich abgegrenzter Verantwortlichkeiten thematisiert auch Henke: „Wir wollen eine klare Trennung zwischen operativen Tätigkeiten und Aufsichtsfunktionen, wir

wollen eine Trennung von Kapitalanlage und Risikoverantwortung.“ Zudem wolle man die Fähigkeit der Einrichtungen stärken, sich selbst effektiv und verantwortlich zu kontrollieren.

Letzteres dürfte auch als Hinweis auf das VZB zu verstehen sein, dessen Protagonisten es mit der Selbstverwaltung sehr übertrieben haben. Offenbar war nämlich das Berliner Versorgungswerk selbst für die ABV kaum zu erreichen. Laut Zahnärztin Dr. Eva Hemberger, Stellvertretende Vorsitzende des Vorstands der ABV und Präsidentin der Baden-Württembergischen Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte, dem zweitgrößten Versorgungswerk in Deutschland, wurde den Bitten der ABV nach kontinuierlichen und belastbaren Informationen nur in solch geringem Ausmaß entsprochen, dass es für die ABV nicht möglich war, genaue Schlüsse über die tatsächliche Situation des VZB zu ziehen. Ein Zuviel an Selbstverwaltung pflegt das VZB auch in der Kapitalanlage, um die sich neben Direktor Wohltmann sechs Zahnärzte kümmern. Für die anderen 90 Versorgungswerke treffe nicht zu, so Hemberger, dass überall „Laien“ wie Ärzte oder Architekten allein oder nur mit einem Geschäftsführer die Kapitalanlage eines Versorgungswerks operativ betreiben – so wie es über das VZB berichtet wird. Mittlerweile hat sich das VZB externe Hilfe geholt. Die Aufgaben der Direktion nehmen derzeit kommissarisch Georg Geenen, ehemals VBL, und Stefan Wernicke, ehemals Berliner Volksbank, wahr. Unter der Ägide dieses Duo wurde – entgegen Rat und Wunsch der ABV – der Klageweg gegen Aufsicht und Dienstleister beschritten. Für die ABV bestehen keine Sachverhalte, auf deren Basis man der Aufsicht Vorwürfe machen könnte.

Mehr verspricht sich der Verband vom geplanten ABV-Prädikat. Beantragen können dieses diejenigen Versorgungswerke, denen der Wirtschaftsprüfer attestiert, dass man die „Leitplanken“ des ABV einhält, also eine den Regelungen entsprechende Anlagestrategie, ein umfassendes Risikomanagement sowie eine risikominimierende Geschäftsführung eines Versorgungswerks verfolgt. Unter Letzterem summieren sich beispielsweise ALM-Studien,

Stresstests, Compliance-Regelungen, versicherungsmathematische Gutachten oder ein testierter Jahresabschluss. Derzeit laufe die Anmeldung des Prädikats beim Patentamt. Anzunehmen ist, dass der soziale Druck der Versorgungswerke untereinander, die nicht mehr in der öffentlichen Wahrnehmung und bei den Mitgliedern vom VZB in Sippenhaft genommen werden wollen, so groß ist, dass dieses eine große Verbreitung finden wird. Ob es aber zur Sicherheit der Einrichtungen beiträgt, dürfte davon abhängen, wie anspruchsvoll dessen Erwerb ist. Schließlich lässt sich eine ALM-Studie auch über den Daumen peilen beziehungsweise kann deren Ergebnis davon abhängen, wo der jeweilige Dienstleister ansonsten noch mit dem Versorgungswerk ins Geschäft kommen will. Der ABV ist jedoch bewusst, dass ein bestimmtes Anspruchsniveau gegeben sein muss. „Mit dem ABV-Prädikat können die Versorgungswerke ihre Professionalität und ihre Risikovorsorge auch nach außen darstellen. Wir sind noch dabei, hierfür die Leitplanken zu konkretisieren“, so Eva Hemberger.

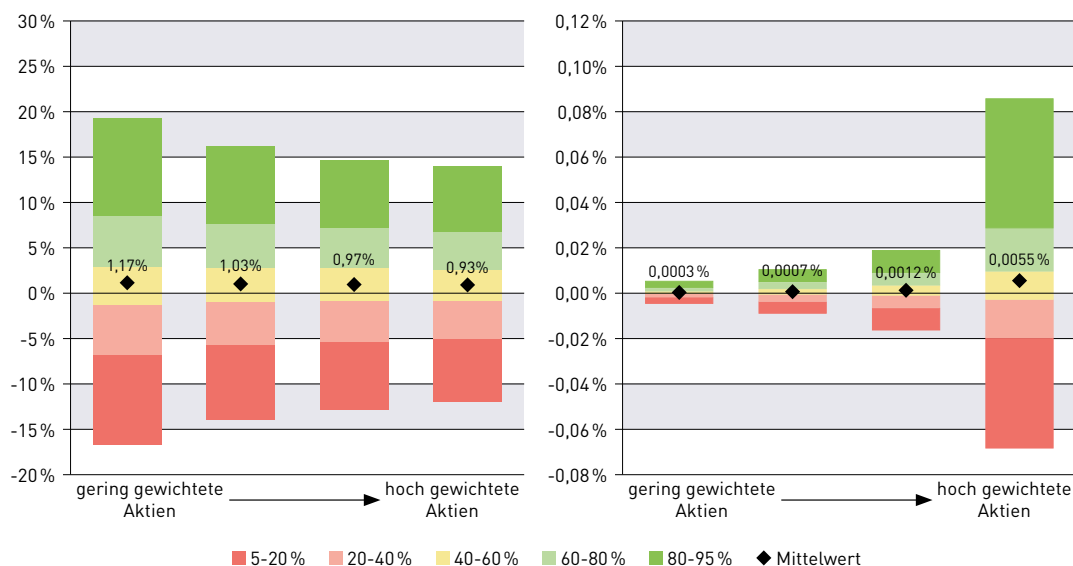
In den Niederlanden, Schweden oder Großbritannien sind Pensionseinrichtungen auf Fusionskurs mit dem Ziel, mehr Betriebsgrößenvorteile zu erzielen – und im Vergleich zu den dortigen Pension Funds erscheinen die meisten Versorgungswerke als sehr klein. Die Anlageergebnisse der einzelnen Versorgungswerke sind jedoch mit der Größe nicht korreliert. „Auch wenn kleinere Versorgungswerke relativ betrachtet höhere Verwaltungskosten haben, kann ich nicht sehen, dass kleinere Versorgungswerke eine geringere Rente erwirtschaften als große“, erklärt Hartmut Rüdiger.

Nach wie vor offen ist, wie es bei den Berliner Zahnärzten weiter geht. Das VZB wendet das modifizierte Anwartschaftsdeckungsverfahren an, was nahelegt, dass künftig das Umlageverfahren eine größere Rolle spielt. Laut Satzung sind Bilanzverluste durch Leistungsherabsetzungen und/oder Beitragserhöhungen auszugleichen. Klarheit über das Vorgehen des VZB kann jedoch nur der Jahresabschluss 2024 schaffen. Dessen Vorlage soll nun aber auf den Juni verschoben worden sein.



Performance kommt von oben: Warum Größe wichtiger ist als Rendite

Verteilung der monatlichen Einzelaktienrenditen (links) sowie der monatlichen Indexbeiträge (rechts) im S&P 500 nach Indexgewicht (in Prozent)



Zeitraum: 31.12.1989 – 31.12.2025

Quelle: LSEG, HQ Trust Research; © portfolio institutionell

Indexperformance ist in erster Linie eine Frage der Gewichtung

Der S&P 500 hat in den vergangenen 36 Jahren im Schnitt rund 10,6 Prozent pro Jahr erzielt. Verantwortlich waren dafür aber nicht die Aktien mit den höchsten Renditen, sondern die Schwergewichte im Index, die Unternehmen mit einem hohen Börsenwert. Das zeigt eine Analyse von HQ Trust Research. Zwar erzielten die kleinsten Unternehmen über den Gesamtzeitraum hinweg mit durchschnittlich 1,17 Prozent pro Monat die höchsten Renditen im S&P 500, wie die linke Abbildung zeigt.

Aber: Die hohen Renditen hatten nur eine geringe Auswirkung auf den Index. Hoch gewichtete Titel steuerten im Mittel 0,0055 Prozent pro Monat zur Indexperformance bei (rechte Abbildung). Das ist ein Vielfaches des Beitrags kleinerer Titel. Die Indexperformance ist also in erster Linie eine Frage der Gewichtung, nicht der höchsten Einzelrenditen.



13. FinPro®

9. & 10. Juni 2026 | Schloss Bensberg bei Köln

Wo sich Strategie, Kapitalmarkt und Verantwortung begegnen, entsteht Raum für neue Perspektiven: Die FinPro® vereint fachliche Exzellenz, ausgewählte Keynotes und ein Netzwerk, das über Visitenkarten hinausgeht. Dieser fachliche Anspruch, Networking mit Substanz und Raum für echte Gespräche machen die FinPro® für alle zu einem festen Termin im Kalender. Hier wird Kapitalanlage für Versicherungen, Versorgungswerke sowie Pensions- und Sterbekassen nicht nur verwaltet, sondern weitergedacht.

Projektleitung: Debora Schleicher (schleicher@vers-leipzig.de) | www.vers-leipzig.de/finpro



GENERALI INVESTMENTS



aperture
investors



GlobalEvolution

infranity



GENERALI
REAL ESTATE

LUMYNA



Octagon

PEARLMARK™



Plenisfer

sosteneo

Infrastructure Partners



sycomore
am

Unsere Multi-Affiliate-Plattform Kompetenz | Wachstumsstärke | Investmentlösungen

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

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.