

portfolio institutionell



INFRASTRUKTUR ALLES WIRD ANDERS

INVESTMENT-STRATEGIE

Rechtsprüfung: Wie viel Selbststeuerung dem Asset Owner erlaubt ist

INVESTMENT-STRATEGIE

Kassenprüfung: Warum und für wen das OCIO-Modell Sinn macht

INVESTOREN

Gewissensprüfung: Kirchlicher Bann für Rüstungsgüter bleibt

Philipp Thielemann,
Client Relationship Manager
bei Union Investment

Nachhaltig im Fluss

Die nachhaltige Transformation ist ein fließender Prozess, der Innovationen antreibt und Zukunftskompetenz sichert. Als Treuhänder für institutionelle Vermögen loten wir Potenziale und Chancen aus und begleiten Unternehmen aktiv in diesem Prozess. Gemeinsam mit unseren Kunden gestalten wir die Zukunft mit.

Erfahren Sie mehr unter
www.nachhaltigekapitalanlagen.de

Wir arbeiten für Ihr Investment



Kontakt: Union Investment Management 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**



Von „hätt ich doch“ zu „hab ich doch“

Das größte „Ach-hätt-ich-doch-Investment“ der vergangenen Monate wären die Emerging Markets gewesen. Zweifel an der Zurechnungsfähigkeit der Maga-USA, Bedenken bezüglich des Wachstums und der Verschuldung Europas sowie sich verbessernde Rahmenbedingungen in den Schwellenländern sprechen auch für eine weitere Outperformance der Emerging Markets. Berücksichtigt man zudem, dass in Asien etwa 60 Prozent der Weltbevölkerung leben und diese für etwa ebenfalls grob 60 Prozent des globalen Wirtschaftswachstums sorgen, Asien allerdings im MSCI ACWI Index nur auf circa zehn Prozent kommt, dann sollte man sich über Asiens Kapitalmärkte nicht nur taktische, sondern auch strategische Gedanken machen. Zumal gerade Tech-Werte im Osten deutlich günstiger als im Westen sind. Wenn Asien in der SAA strategisch bedeutsamer wird, dann wird man mit großer Wahrscheinlichkeit rückblickend diese Allokation als „Super,-hab-ich doch-Investment“ sehen.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen Ihr

Patrick Eisele
Chefredakteur

Nordea
ASSET MANAGEMENT

BetaPlus

The active answer to passive

**Quietly reshaping what active
can achieve.**

15 years of alpha consistency
– by Nordic design.

**Nordea BetaPlus.
Proven. Consistent. Controlled.**

Now available as active ETFs

nordea.de/BetaPlus

Advertising material. This is not an investment recommendation. Investment involves risk; losses may be made.
©Nordea Asset Management.

NACHRICHTEN

Endodontie – VZB bis Jahresende mit Kassensturz beschäftigt	6
Strategie – VBL überträgt Wohnimmobilien in einen Spezialfonds	8
Sinneswandel – Reges Treiben bei Gewerbeimmobilien	8
Signalwirkung – Antizyklisches Powershopping bei der Allianz	10
Weckruf – Kenfo greift zu den Waffen	10
Auf einen Blick – Personalien und Termine	11
portfolio Veranstaltungen – Private Markets Forum	12

WELTSPIEGEL

Konsolidierungsprozess – Das Schicksal europäischer Vermögensverwalter scheint besiegelt	14
---	----

INVESTMENT-STRATEGIE

Governance – Mehr Klarheit zur Einflussnahme institutioneller Anleger	16
Anlagefunktionen und der OCIO – Nach außen verlagert	22

PENSIONS

BRSg 2.0 – Neue Konzepte für mehr Betriebsrente	24
Resultate – Dickschiffe der Branchenversorgungswerke auf Kurs	28

INVESTOREN

Interview mit Dr. Jörg Mayer von der Evangelisch-lutherischen Landeskirche in Braunschweig – Der graue Farbton von olivgrün	30
--	----

TITELTHEMA

Intro – Private Markets	34
Infrastruktur – Auf der Suche nach Diversifikation und Kundennutzen	36
Übernahmen unter Asset Managern – Wachstum um jeden Preis	40
Made in Germany – Einstiegshilfe für die Emerging Markets	42

RUBRIKEN

Impressum	6
#privatemarkets	19
Chart-Kabinettt	46



Bild: Stockphoto

VZB bis Jahresende mit Kassensturz beschäftigt

Das Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin (VZB) ist weiter mit Aufräumarbeiten beschäftigt. In einem Schreiben an die Mitglieder zur Lage des VZB informierte der neu formierte Verwaltungsausschuss, dass man „am Ende des ersten Jahres der Aufarbeitung eines Finanz- und Korruptionsskandals“ stehe, „der in Umfang und Tragweite ohne Beispiel in der Geschichte deutscher Versorgungswerke ist“. Den Umfang des Verlusts beziffert der Ausschuss mit „derzeit mindestens“ rund der Hälfte des Anlagevermögens. Ein noch höherer Verlust ist nicht ausgeschlossen, unter anderem weil man insbesondere bei Immobilienfonds davon ausgehen müsse, „dass die derzeit ausgewiesenen Bewertungen teilweise deutlich über den Preisen liegen, die das VZB beim Verkauf tatsächlich erzielen kann“.

Dazu, wie es genau um die finanzielle Lage bestellt ist, kann das Versorgungswerk noch keine Angaben machen. Laut dem Schreiben, welches portfolio institutionell vorliegt, könne der vorläufige Jahresabschluss 2024 erst auf Grundlage der finalen unabhängigen Anlagebewertung aufgestellt werden. Dies werde wegen der gegebenenfalls notwendigen Nachprüfung des Abschlusses 2023 voraussichtlich bis in das vierte Quartal 2026 dauern. Belastbare Anwartschafts- und Rentenbescheide könne das VZB erst versenden, wenn – so das Schreiben – die Hauptsatzung geändert wurde, um Sanierungsmaßnahmen zu ermöglichen.

Im März mahnte der Vorstand der Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen (ABV) noch ein höheres Tempo bei der Aufarbeitung an. In einem Schreiben an den Verwaltungsausschuss des VZB legte die ABV ein „deutlich anspruchsvolleres Timing zur Vorlage des testierten Jahresabschlusses 2024 und direkt anschließend des testierten Jahresabschlusses 2025“ nahe.

Versorgungswerk setzt auf Klageweg

Zur Verbesserung der Lage setzt das VZB auf die Justiz und schreibt: „Die Einleitung erfolgversprechender rechtlicher Schritte zur Schadenskompensation ist das zentrale strategische Instrument und der entscheidende Hebel, um eine spürbare Verbesserung der Vermögenslage herbeizuführen. Das VZB wird deshalb seine treuhänderische Verantwortung wahrnehmen und potenzielle Schadenersatzansprüche konsequent geltend machen.“ Die vorliegenden Erkenntnisse würden auf „relevante Defizite in der externen Risikoanalyse, der Jahresabschlussprüfung sowie der Begleitung durch die Landesaufsicht“ hinweisen. Zudem führt der neue Verwaltungsausschuss interne Gründe für die Verluste an. Die Generalstaatsanwaltschaft würde gegen Verantwortliche unter anderem wegen des Verdachts der Untreue und der besonders schweren Korruption ermitteln. Geplant sei auch, unter anderem gegen das Land Berlin eine Klage auf Schadenersatz zu erheben.

Neuigkeiten enthält auch das Organigramm des Versorgungswerks. Die Position des Direktors, die bei anderen Versorgungswerken der eines Geschäftsführers entspricht, hat Georg Geenen inne. Der ehemalige VBL-Vorstand war zuvor auf der VZB-Homepage als kommissarischer Amtsinhaber aufgeführt worden. Leiter der Abteilung Portfoliomanagement ist nun Mirko Jungmann.

Zudem wurde auf der konstituierenden Sitzung der Vertreterversammlung Klaudia-Adrijana Miletic zum vorsitzenden Mitglied der Vertreterversammlung gewählt. Im Verwaltungsausschuss wurde Thomas Schieritz, der am 5. April 2025 ins Amt kam, als Vorsitzender wiedergewählt. Wie das Versorgungswerk informiert, ergibt sich in der neuen Amtsperiode zudem für die Vertreterversammlung sowie für die beiden Ausschüsse eine veränderte Sitzverteilung zwischen den Kammerbereichen Berlin und Brandenburg. In allen drei Gremien ist nun jeweils ein Berliner Sitz weniger und ein Brandenburger Sitz mehr vertreten.

pe

Impressum

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

Redaktion
Patrick Eisele [V.i.S.d.P.] (pe), Tobias Bürger (tbü), Jochen Hägele (jh),
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



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.

VBL überträgt Wohnimmobilien in einen Spezialfonds

Die Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder (VBL) stellt ihren Wohnimmobilienbestand neu auf und bringt den bisherigen bilanziellen Eigenbestand im Wert von über zwei Milliarden Euro in einen sogenannten Einbringungsfonds ein. Dieser heißt „Via Nova Wohnen“, und die VBL ist dessen alleiniger Anleger. Der Eigenbestand, um den es geht, ist Teil des Wohnimmobilien-Portfolios im Marktwert von rund sieben Milliarden Euro.

Zur Begründung für diese „strategische Entscheidung“ verweist die in Karlsruhe ansässige VBL, deren Kapitalanlagen insgesamt einen Marktwert von rund 70 Milliarden Euro (Stand: Ende 2025) aufweisen, auf ihre Verantwortung als einer der größten institutionellen Bestandhalter in Deutschland. Um dieser trotz steigender Anforderungen etwa im Bereich Klimaschutz auch künftig gerecht zu werden, habe man sich für eine strukturelle Neuorganisation des eigenen Wohnungsbestandes entschieden. Außerdem gehe es um die langfristige Sicherung der Immobilien. Auch Sanierungen, Modernisierungen und die Schaffung von Wohnraum stünden auf der Agenda.

Ein Einbringungsfonds ist ein spezialisierter Immobilien-Spezialfonds, in den Investoren Immobilien aus ihrem Direktbestand übertragen. Im Gegenzug erhalten sie Anteile an diesem Fonds. Und auch die VBL macht deutlich, dass es sich bei der Fondseinbringung ausdrücklich nicht um einen Verkauf handelt, sondern

um eine organisatorische Neuausrichtung. Man bleibe über die Fondsanteile wirtschaftlich Eigentümerin und behalte die strategische Kontrolle über den Bestand, teilte die VBL mit. Involviert sind Union Investment als KVG, während Swiss Life Asset Managers als Portfolio- und Asset Manager fungiert.

Spitzenrenditen unter Aufwärtsdruck

Unterdessen bremst die Eskalation im Nahen Osten das Transaktionsgeschäft am deutschen Immobilien-Investmentmarkt, wie die Quartalsanalyse des Immobiliendienstleister CBRE verdeutlicht. „Zwar wurden die meisten laufenden Transaktionen fortgesetzt, hinsichtlich neuer Prozesse sind viele Akteure jedoch spürbar vorsichtiger geworden. Es gilt: Cashflow ist King“, sagt Marcus Lemli, Head of Investment bei CBRE in Deutschland.

Mit einem Volumen von rund 2,1 Milliarden Euro waren laut CBRE Büroimmobilien die stärkste Asset-Klasse im Markt. Der Anteil am Gesamtvolumen lag bei rund 24 Prozent, das Plus gegenüber dem ersten Quartal 2025 betrug gut 60 Prozent. Wie CBRE weiter berichtet, wurde die Marktentwicklung im ersten Quartal 2026 überwiegend von inländischen Investoren getragen. Diese realisierten ein Transaktionsvolumen von rund 5,1 Milliarden Euro und steigerten ihre Aktivitäten gegenüber dem Vorjahresquartal um etwa 26 Prozent.

tbü/pe

Reges Treiben bei Gewerbeimmobilien

Investments in deutsche Logistikimmobilien stehen bei institutionellen Investoren aus dem Ausland hoch im Kurs. Deutlich wird das an einer Transaktion, bei der der Investor und Asset Manager namens M7 Real Estate die Fäden zieht: Das 2009 gegründete Unternehmen gehört der Oxford Properties Group und dem australischen Pensionsfonds Australian-Super. Nun hat M7, wie es heißt, an strategisch wichtigen Lagen in Düsseldorf und Kassel zwei Gebäude gekauft. Die Logistikobjekte sind jeweils zu 100 Prozent an Einzelnutzer vermietet und umfassen eine Fläche von 30.800 Quadratmetern. Den Ankauf tätigte M7 Real Estate im Auftrag der European Supply Chain Income Partnership. Dabei handelt es sich um ein Gemeinschaftsunternehmen, das von Australian-Super und Oxford Properties unterstützt werde. Die Investmentpartnerschaft will ihr bestehendes Portfolio in den wichtigsten Logistikmärkten Europas ausbauen.

Auch an anderer Stelle haben zwei Investoren ihre Schlagkraft gebündelt: Das Family Office der Schoeller Group und eine deutsche Pensionskasse, deren Namen nicht veröffentlicht wurde, haben das renommierte Alsterhaus am Jungfernstieg in Hamburg

gekauft, das zur Luxusimmobilien-Gesellschaft der Signa-Gruppe des österreichischen Pleitiers René Benko gehörte. „Das Alsterhaus zählt zu den bedeutendsten Einzelhandelsimmobilien in Deutschland“, sagt Christoph Schoeller, CEO der Schoeller Invest GmbH. „Mit unserem langfristig orientierten institutionellen Partner sichern wir seine nachhaltige Stellung als eine der führenden Einzelhandelsdestinationen in Deutschland.“

Der Markt für deutsche Hotels lebt auf

Nicht viel los war im ersten Quartal am hiesigen Hotelinvestmentmarkt. Dieser verzeichnete ein Transaktionsvolumen von 318 Millionen Euro. Im Vergleich zum Vorjahresquartal entspricht das einem Rückgang um zwölf Prozent. Laut CBRE gab es nur zwei große Abschlüsse über der 50-Millionen-Euro-Marke. Aber: Nach Angaben von Helena Rickmers, Head of Hotel Investment bei CBRE in Deutschland, befinden sich mehrere größere Objekte in der Vermarktung. Unterstützend wirke, dass offene Immobilienfonds im Zuge von Portfoliobereinigungen verstärkt liquide und marktfähige Hotels am Markt platzieren, so Rickmers.

tbü

Jeden Montag und Mittwoch
Alles was wichtig ist für institutionelle Investoren

NEWSFLASH

Newsletter kostenlos abonnieren



portfolio
institutionell

Antizyklisches Powershopping bei der Allianz

Die Allianz lässt sich von den Diskussionen über den drohenden Wegfall der Netzentgeltbefreiung für Batteriespeicher nicht beirren. Ende April gab Allianz Global Investors bekannt, dass man für Allianz-Versicherungsgesellschaften eine Beteiligung in Höhe von 51 Prozent an der Batteriespeicherplattform Green Energy Storage Initiative (Gesi; Eigenschreibweise GESI) erworben hat. Das deutsche Unternehmen entwickelt, errichtet und betreibt leistungsstarke und digitalisierte Großbatteriespeicher zur Bereitstellung von Flexibilität im Energiesystem.

Aktuell realisiere Gesi drei Großbatteriespeicherprojekte in Bayern und Niedersachsen mit insgesamt rund 2,6 Gigawatt Anschlussleistung. Ihre Inbetriebnahme ist bis 2029 vorgesehen. Nach geltendem Recht sind Großbatterien und andere Stromspeicher, die vor dem 4. August 2029 ihren Betrieb aufnehmen, von Netznutzungsentgelten befreit. „Diese Beteiligung an Gesi ist bereits unser zweites direktes Eigenkapitalinvestment in Batteriespeicher in Deutschland neben der Partnerschaft mit Total Energies, die wir Anfang März angekündigt hatten“, erklärt Ludovic Subran, Chief Investment Officer der Allianz Group. Er bezieht sich auf das Vorhaben mit Total Energies, das ebenfalls auf Batteriegroßspeicher in

Deutschland abzielt. Ebenfalls im März wurde bekannt, dass die Allianz Anteile am Netzbetreiber Amprion übernimmt.

Investoren bemängeln Infrastruktur-Angebot

Auch andere deutsche Investoren haben nach wie vor Appetit auf Infrastruktur – allerdings nicht unbedingt auf deutsche. Um für die hiesigen Infra-Assets mehr privates Geld zu mobilisieren, bräuchte es Verbesserungen im Angebot an investierbaren Projekten, etwa durch strukturpolitische Reformen. Ansonsten wird es dem von der Regierung verabschiedeten Infrastrukturpaket nicht gelingen, zusätzliches privates Kapital zu mobilisieren. Für über 90 Prozent der hiesigen Investoren sind in Deutschland weiterhin angebotsseitige Reformen erforderlich, damit die Volkswirtschaft vom inländischen Interesse an Infrastrukturinvestitionen profitieren kann. Diese Erkenntnisse finden sich in einer von Bfinance im März durchgeführten Umfrage unter deutschen Investoren aus verschiedenen Anlegergruppen. Wie die Umfrage zeigt, legen deutsche Investoren ihren geografischen Schwerpunkt weiterhin auf Infrastruktur in Europa sowie Nordamerika und nicht speziell auf die Bundesrepublik.

tbiü/pe

Kenfo greift zu den Waffen

Der deutsche Staatsfonds Kenfo verbreitert sein Anlageuniversum um Rüstungsunternehmen. In einem Interview mit Bloomberg erklärte die Vorstandsvorsitzende des Kenfo, Anja Mikus, dass man Beschränkungen für Investments in Aktien und in Anleihen von Rüstungsfirmen zu einem großen Teil aufhebe. Bei liquiden Anlagen dürfe der Kenfo nun auch in Rüstungsunternehmen investieren. Der Kurswechsel begründe sich vor allem mit der geopolitischen Lage. „Wir halten Rüstung weiter für nicht nachhaltig, aber sie ist aufgrund einer veränderten Sicherheitslage notwendig geworden“, erklärte Mikus.

Zugang zum Rüstungssektor bleibt beschränkt

Die neuen Anlagemöglichkeiten gelten laut Mikus für Rüstungshersteller aus der Europäischen Union sowie aus Großbritannien, Norwegen und der Schweiz. Als Grund nannte sie Mindeststandards bei den Ausfuhrkontrollen dieser Länder. In den USA gelten diese Mindeststandards anscheinend nicht. Ohne die USA bleibt der Zugang zum Rüstungssektor jedoch beschränkt. Beispielsweise enthält ein globaler Rüstungsfonds von Han-ETF 59 Titel und dessen europäisches Pendant nur 26 Aktien, wobei auf dessen Top 10 fast 80 Prozent des Fondsvolumens entfallen. In Relation zu den 26 Aktien kann man setzen, dass der Kenfo Ende 2024 bereits in 3.810 verschiedene Aktien investiert war.

Das entsprechende Placet habe das Kuratorium bereits im Februar gegeben. Bislang galt für den Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung (Kenfo) die Beschränkung, dass Aktien und Anleihen von Unternehmen, die mehr als fünf Prozent ihres Umsatzes mit rüstungsbezogenen Aktivitäten erzielen, tabu sind. Weiter verboten sind dem Staatsfonds grundsätzlich Unternehmen, die kontroverse Waffen wie Streubomben produzieren. Mikus geht davon aus, dass sich die Aufhebung der Beschränkung bis zur Jahresmitte in einem höheren Rüstungs-Exposure im Kenfo-Portfolio niederschlagen wird.

Unterschiedliche Standpunkte in Bezug auf die Rüstung

„Deutschland kann nicht seine Rüstungsausgaben hochfahren und wir als deutscher Staatsfonds verweigern uns dem Thema“, begründete Anja Mikus den Schritt. Kirchliche Investoren vertreten ebenfalls den Standpunkt, dass Rüstung trotz des Sicherheitsaspekts nicht nachhaltig ist – sie haben jedoch einen anderen Blickwinkel: „Wir als Kirche können nicht am Sonntag für den Frieden beten und unter der Woche als Aktionär eines Waffenherstellers auf möglichst viele kriegerische Auseinandersetzungen hoffen. Rüstungsunternehmen sind für Kirchen kein investierbarer Sektor“, sagt Dr. Jörg Mayer vom Arbeitskreis Kirchlicher Investoren im Interview ab Seite 30.

pe

Termine

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. Juni 2026 in Frankfurt am Main

WTW PENSIONSKASSENTAG 2026

E-Mail: lena.wilhelm@wtwco.com

wtwco.com/de-de

9. und 10. Juni 2026 in Bergisch Gladbach

FINPRO

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

vers-finpro.de/

25. Juni 2026 in München

MUNICH PRIVATE EQUITY TRAINING

Tel.: +49 (0)89 24240-131

pptraining.de/mupet

17. September 2026 in Stuttgart

FAROS INVESTOREN SUMMIT 2026

Tel.: +49 (0)69 90 74 49 4

faros-consulting.de/events

19. November 2026 in Frankfurt am Main

BAI REAL ASSETS SYMPOSIUM

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

bvai.de/veranstaltungen/bai-real-assets-symposium

24. November 2026 in Düsseldorf

PRIVATE MARKETS FORUM

E-Mail: events@portfolio-verlag.com

portfolio-institutionell.de/private-markets-forum/

Neuer CIO für die Zurich-Gruppe-Deutschland



Martin Justen ist seit dem 1. April Chief Investment Officer (CIO) der Zurich-Gruppe-Deutschland. Bei dem Versicherungsunternehmen hatte der 40-jährige diese Funktion zuletzt bereits vorläufig inne. Denn die bisherige Investmentchefin, Tatjana Helbing, hatte zum Jahresanfang die Position des Regional Chief Investment Officer Europe/Middle East (EME) in der Zurich Insurance Group, der Muttergesellschaft der Zurich-Gruppe-Deutschland, übernommen. Ihr Nachfolger Martin Justen ist seit 2020 für die Zurich-Gruppe-Deutschland tätig. Zuletzt leitete der neue CIO die Abteilung Business Strategy & Operations in Investment Management.

tbü

Von Union Investment zu den Zahnärzten

Das Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin, VZB, geht seine Neuausrichtung mit einem neuen Leiter für die Abteilung Portfoliomanagement an: Mirko Jungmann ist nun für die Berliner Einrichtung tätig. Jungmann kommt von Union Investment, wo er ab 2021 das Investment Strategy Management unterstützte. Zu seinen weiteren vorherigen Berufsstationen zählen Franklin Templeton, Ossiam, Capco, Mercer und die Öffentliche Versicherung Braunschweig. Für die Versicherung arbeitete Jungmann ab 2008 für vier Jahre als Investment-Spezialist und Researcher.

pe

Wechsel in der Commerzbank-Stiftung

Birgit Neff ist seit 1. April Mitglied des zweiköpfigen Vorstands der Commerzbank-Stiftung. Sie führt die Unternehmensstiftung nun gemeinsam mit Astrid Kießling-Taskin. Neff folgt auf Heike Heuberger, die ab 2022 Teil des Vorstandstandems war, und wird unter anderem das Thema Finanzen verantworten. Seit ihrer Gründung im Jahr 1970 mit einem Startkapital von fünf Millionen D-Mark ist das Stiftungsvermögen auf über 60 Millionen Euro gewachsen.

tbü

Mehr Verantwortung für den CIO der OLB

Die Oldenburgische Landesbank, OLB, verkleinert ihren Vorstand. Daher kommen auf Marc Ampaw – er ist seit Mai 2021 als ein Chief Investment Officer (CIO) Mitglied des Vorstands der Universalbank – weitere Aufgaben zu. Ampaw steht derzeit den Marktfeldern Commercial Real Estate & International Diversified Lending, Erneuerbare Energien Wind und Shipping vor. Künftig betrifft das auch die Produktsegmente Acquisition Finance, Corporates, Football Finance, Financing Solutions, Fund Finance und International Business im Segment Corporates & Diversified Lending. Die Aufgaben liegen bis dato in der Verantwortung von Giacomo Petrobelli, seit 2022 ebenfalls CIO im Vorstand der OLB. Petrobelli werde die Bank am 30. Juni verlassen.

tbü

Sachkundiges zu Sachwerten

Deutschland hat bekanntlich weniger ein Erkenntnisproblem als ein Umsetzungsproblem. Dies gilt auch für die Private Markets. Die Umsetzung von Investments in illiquide Assets in die Strategische Asset Allocation gestaltet sich herausfordernd – auch weil laufend neue Erkenntnisse zu verarbeiten sind. Sachkundige Hinweise von sachkundigen LPs und handverlesenen GPs zu Sachwerten erhalten Sie auf unserem Düsseldorfer Private Markets Forum am 24. November.

Italiens Staatsanleihen bieten für zehn Jahre Laufzeit 3,8 Prozent sowie für 30 Jahre 4,6 Prozent, und die französischen Pendanten nur etwa zehn Basispunkte weniger – Zinswelt, lass dich umarmen, der überpünktliche Feierabend ist gerettet! Diese Renditeniveaus sind auskömmlich und europäische Staatsanleihen simpel in der Veranlagung und bekanntlich risikolos. Warum sollte man sich da noch auf den Private Markets mit dem mühseligen Ernten von Komplexitätsprämien abmühen? Zum Beispiel, weil man nicht nur kurzfristig denken sollte, sondern auch mittel- und langfristig an die Rettung der Altersvorsorge und die Erfüllung des Stiftungszwecks – und dafür braucht es noch etwas mehr Rendite für beispielsweise den Inflationsausgleich oder die Finanzierung der Senkung des Rechnungszinses.

Zugegebenermaßen mag das aktuelle Zinsniveau eher für Anleihen als für zum Beispiel Private Equity sprechen. Ein weiterer Zinsanstieg dürfte aber Bonds stärker als Private Equity belasten und wäre sogar eher von Vorteil für Infrastruktur und Private Debt. Deutlich anspruchsvoller ist jedoch die Umsetzung einer Private-

Markets-Allokation – womöglich sogar nicht nur anspruchsvoller im Vergleich zu Anleihen, sondern auch im Vergleich zu früher. Erschwerend kommt in diesen Tagen hinzu, dass aufgrund zunehmender Übernahmen die Anzahl der für institutionelle Anleger investierbaren Asset Manager sinkt. Ebenfalls sinken die Diversifikationsvorteile zwischen den verschiedenen Private Markets gerade im Fall von Infrastruktur, weil sich in dieser Asset-Klasse öfters Real-Estate-Objekte und Private-Equity-Strategien finden. Weiter sorgt für ein eher schlechtes Gefühl, dass die Anbieterseite sich verstärkt Wealth- und Retail-Geldern widmet. Deutlich komplizierter gestaltet sich auch die Energy Transition, da es für entsprechende Investments nicht mehr ausreicht, sich allein auf die CO₂-Reduktion zu fokussieren.

Um die zweifellos gegebenen Chancen nutzen zu können, kommt es mehr und mehr darauf an, sich auf die richtige Gestaltung der alternativen Investments zu konzentrieren. Dafür braucht es eine klare Rolle und Funktion der einzelnen Private Markets in der SAA. Geht es um Rendite oder um Diversifikation? Ebenfalls vonnöten ist ein Liquiditätsmanagement, insbesondere, wenn mehr abgerufen als ausgeschüttet wird.

In der Asset-Klasse Infrastruktur gilt es darauf zu achten, ob ein Asset – wenn es schon keinen absoluten Monopolcharakter hat – wirklich essenziell ist, ob das regulatorische Risiko bezahlt wird, ob es Diversifikation bietet oder doch zu viele Immobilienobjekte und Private-Equity-Elemente aufweist. Stichwort Batteriespeicher: Eigentlich ein für die deutsche Energiewende essenzielles Asset –



PRIVATE MARKETS FORUM

allerdings nicht, wenn man auf Netzbetreiber trifft, die zur Stabilisierung des Stromnetzes lieber auf Abschaltung statt auf die Speicherung von Grünstrom

setzen. Ein deutsches Sonderthema ist zudem das Infrastrukturpaket und das große und gespannte Warten, wie denn der Bund dieses Sondervermögen nun mit privatem Geld gehebelt wird. (Spoiler: Gar nicht mehr, weil die halbe Billion Euro Steuergelder längst für soziale Wohltaten verprasst wurde). Zum deutschen Sonderweg könnte man noch eine Bundeswirtschaftsministerin zählen, die eine Diskussion zur Erhebung von Netzentgelten anzettelt und laufen lässt sowie lieber Gaskraftwerke für Stillstand als Renewables-Betreiber für Überproduktionen bezahlen will.

Private-Equity-Beteiligungen haben seit dem Zinsanstieg deutlich an Attraktivität eingebüßt und waren aus Anlegersicht schon einmal beehrter. Nicht vergessen sollte man jedoch, dass sich Problemjahre oft als sehr gute Vintage-Jahre entpuppen und Segmente wie Small Buyouts oder Venture Capital weniger Leverage-abhängig sind und relativ unabhängig vom allgemeinen Marktgeschehen deutlich zweistellige IRRs realisieren. Als Private-Equity-Gesprächsthema Nummer eins erscheint derzeit das Liquiditäts-Management – nicht nur wegen des Mangels an Ausschüttungen, sondern auch, weil die Anbieterseite die auf ein breiteres Investorenspektrum ausgerichteten Eltifs und Evergreens forciert. Mit diesen Vehikeln geht wiederum ein Offener-Immobilienfonds-Problematik-Ruch einher. Der Erfindungsreichtum der Private-

Equity-Protagonisten kann aber auch zum Nutzen der institutionellen Anleger dienen: Schließlich führt der Asset-Hunger neuer Vehikel zu einer Exit-Chance für die Ladenhüter der Beteiligungsfonds. Auch denkbar wäre für institutionelle LPs, nicht mit den, sondern in die Wealth-Vertriebskanonen zu investieren (vorausgesetzt, der rechtzeitige Exit gelingt).

Private Debt steht im üblichen Floater-Fall auf der Sonnenseite des Zinsanstiegs – zumindest, solange die Kreditnehmer zahlen können. Inhaber von Infrastruktur-Assets können steigende Zinskosten auch an die Nutzer von Verkehrs-, Energie-, digitaler oder sozialer Infrastruktur weitergeben. Private-Debt-Geldgeber sind aber nicht nur inflationsgeschützt, sondern auch besichert. Bei den derzeitigen Borrower-Problemfällen Software-Unternehmen und Büroimmobilien könnte darum eine offensive Herangehensweise sein, über die Kreditvergabe zu günstigen Konditionen ins Eigentum zu kommen.

Zusammenfassend lässt sich sagen: Die Private Markets bleiben attraktiv, die Rahmenbedingungen erfordern es aber, Strategien und Partner gut zu selektieren und zu allokalieren – dann klappt auch mit den Zinsen. Apropos Umsetzung: portfolio institutionell setzt strategisch für das Private-Markets-Forum wie gehabt auf eine LP-GP-Relation von zwei zu eins. Diese trägt dazu bei, dass Kunden- und Anbieterseite positiv korreliert sind. Die Fixed-Income-Fans unter den Treuhändern sind am 24. November aber natürlich auch herzlich eingeladen.



Der Veranstaltungsort bietet einen guten Ausblick auf Düsseldorf, die Panels einen sehr guten Einblick in die Private Markets. Hier im Bild: Die LPs Rebecca Roesing, PKDW, und Dr. Alexander Witkowski, Kenfo.



Das Schicksal europäischer Vermögensverwalter scheint besiegelt

Von Tobias Bürger

Im globalen Asset Management dominieren die US-amerikanischen Anbieter. Und auch in Europa deutet vieles darauf hin, dass sie die hiesigen Akteure beiseite drängen werden. Wie sich ihre Marktmacht an welcher Stelle auswirkt, zeigt dieser Beitrag.

Die globale Vermögensverwaltungsbranche wächst – und dennoch konsolidiert sie. Darauf deutet eine Untersuchung des Think Tanks Bruegel hin. Darin verdeutlicht Autor Dirk Schoenmaker, dass europäische Kapitalanlagen mehr und mehr von Asset Managern aus den USA verwaltet werden, während die heimischen Anbieter zurückgedrängt werden. So ist der Marktanteil europäischer Asset Manager (einschließlich der Anbieter aus Großbritannien und der Schweiz) seit dem Jahr 2021 rückläufig. Seither sank er von ursprünglich 60 auf zuletzt rund 53 Prozent, während der Anteil der US-amerikanischen Player von 40 auf rund 47 Prozent im Jahr 2026 gestiegen ist.

Die Angaben für das laufende Jahr sind noch nicht fix, sondern eine Schätzung. Sie berücksichtigen die im Februar angekündigte Übernahme des britischen Unternehmens Schroders durch das US-amerikanische Finanzhaus Nuveen für 9,9 Milliarden Britische Pfund. Richard Oldfield, Group Chief Executive von Schroders, verwies nach der Ankündigung der Pläne auf das wettbewerbsintensive Umfeld, in dem Größe entscheidend sei. Dieser Aspekt dürfte auch die schwedische EQT dazu bewogen haben, im Januar 2026 ihre Fühler nach Collier Capital, einem britischen Spezialisten für Sekundärmarkt-Transaktionen, auszustrecken. Der Finanzinvestor plant den Zusammenschluss mit Collier, um „das attraktivste Private-Markets-Unternehmen mit der nötigen Größe aufzubauen“.

Nach Einschätzung von Dirk Schoenmaker besteht ein struktureller Trend, wonach europäische Vermögensverwalter entweder schrumpfen oder übernommen werden. Aufkäufer kommen vornehmlich aus den USA. Sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, werde der Marktanteil US-amerikanischer Vermögensverwalter in Europa bald den ihrer europäischen Konkurrenten übersteigen, lautet eine nicht besonders vage Prognose.

Eine dynamische Entwicklung im Asset-Management-Geschäft gibt es aber nicht nur im Vergleich zwischen den USA und Europa, sondern auch unter den europäischen Kontrahenten. Rückenwind erfahren dabei nun insbesondere die französischen sociétés d'investissement. Ihr Anteil unter allen Vermögensverwaltern diesseits des Atlantiks entwickelt im laufenden Jahrzehnt eine gewisse Dynamik und kletterte von zunächst 31 Prozent im Jahr 2021 auf aktuell 37 Prozent, während der Anteil britischer Finanzhäuser im gleichen Zeitraum von 43 Prozent auf 29 Prozent eingebrochen ist. Deutsche Anbieter, die beim Marktanteil seit etwa vier Jahren einen stetigen Aufwärtstrend verzeichnen, machen rund 20 Prozent der europäischen Vermögensverwalterzene aus. Der „europäische Rest“, wie Dirk Schoenmaker ihn in der Bruegel-Analyse bezeichnet, kommt summa summarum auf 15 Prozent.

Die Lektüre der Asset-Management-Betrachtung bietet nicht nur interessante Einblicke in die Entwicklungen dies- und jenseits des Atlantiks, sondern auch darüber hinaus: in die globale Vermögensverwaltung. Im Hinblick auf die Marktanteile dominieren hier US-amerikanische und kanadische Player das Geschehen. Zuletzt konnten sie ihren Marktanteil von 73 Prozent (2021) auf 78 Prozent im Jahr 2025 aufstocken, während die Präsenz der europäischen

Mitspieler um vier Prozentpunkte auf 17 Prozent geschmälert wurde. Derweil verharrt der Anteil asiatischer Vermögensverwalter bei fünf Prozent. Auch dies bestätigt laut Dirk Schoenmaker den allgemeinen Trend zum Aufstieg vorwiegend amerikanischer Vermögensverwalter und zum Rückgang ihrer europäischen Wettbewerber.

Schwergewichte im Aktionariat und auf Hauptversammlungen

Auf globaler Ebene konsolidiert also die Vermögensverwaltungsbranche, angeführt von US-amerikanischen Häusern. Und die Dominanz der besonders großen Player Blackrock, Vanguard und State Street (die einflussreiche Fondsgesellschaft Fidelity Investments bleibt in der Analyse unerwähnt) bleibt nicht ohne Folgen. Das zeigt allein schon ein Blick auf ihre Macht, wenn es um die Ausübung von Stimmrechten geht. Die Platzhirsche halten im Median 24 Prozent der Anteile an S&P-500-Unternehmen und zwischen fünf und 16 Prozent der Anteile an europäischen Konzernen (Stand: 2025), wie die Bruegel-Analyse vor Augen führt. Zum Vergleich: Norges Bank Investment Management, hinter dem der Government Pension Fund Global aus Norwegen steht, also der weltweit größte „Pension Fund“ in der Lesart des Thinking Ahead Institute mit rund 1.823,1 Milliarden Euro Assets under Management, hält im Durchschnitt eine Beteiligung von 1,5 Prozent an den börsennotierten Unternehmen in seinem Megaportfolio also einen Bruchteil dessen.

„Geringer Anreiz für verantwortungsvolles Handeln“

Der Wettbewerb in der Vermögensverwaltung hat sich in den vergangenen Jahren erheblich verschärft. Infolgedessen sanken die Gebühren für die Vermögensverwaltung insbesondere im Bereich der passiven Indexfonds auf knapp über null Prozent. „Während die Gebühren für Standard-, aktive oder personalisierte Vermögensverwaltung typischerweise zwischen 0,2 Prozent und zwei Prozent liegen, bieten die drei größten Anbieter passive Indexfonds mit Kostenquoten deutlich unter 0,1 Prozent an“, ist in der Untersuchung nachzulesen. Zugleich steigt der Kostendruck im Asset Management, das betrifft auch die Ausgaben für Governance und Stewardship, also Themen rund um die Verwaltung und Überwachung des Kapitals. Vor diesem Hintergrund richtet Dirk Schoenmaker das Schlaglicht auf die Frage, welche Konsequenzen sich daraus ergeben können.

Seine Erkenntnisse zeigen, dass niedrige Gebühreneinnahmen erstens einen Anreiz für Asset Manager schaffen, zu wenig in Stewardship-Aktivitäten zu investieren. Zweitens könnten sie auch einen Anreiz haben, den Unternehmensmanagern bei Abstimmungsfragen übermäßig nachzugeben, anstatt im Interesse ihrer Vermögensinhaber zu handeln. Das betrifft die Ausübung der Stimmrechte bei Aktionärstreffen. „Viele ihrer Entscheidungen im Bereich der Vermögensverwaltung beinhalten die Frage, ob sie den

Ansichten der Unternehmensmanager ihrer Portfoliounternehmen folgen oder nicht“, heißt es bei Bruegel – der Absatz trägt die vielsagende Überschrift „geringer Anreiz für verantwortungsvolles Handeln“. Diese Entscheidungen, um die es dabei geht, könnten sich beispielsweise auf Fragen der Unternehmensführung beziehen, wie die Wahl und Vergütung von Aufsichtsratsmitgliedern sowie Aktionärsanträge zu sozialen und ökologischen Themen“, verdeutlicht Schoenmaker. Vermögensverwalter hätten einen Anreiz, eher mit dem Management als gegen es zu stimmen, da sie möglicherweise Geschäftsbeziehungen zu den Unternehmen unterhalten. Ein Beispiel dafür könnten Einnahmen aus der Verwaltung von Pensionsplänen sein. Dies gilt insbesondere für US-amerikanische Vermögensverwalter, wie andere Studien gezeigt haben. Die Asset Manager bestreiten derartiges Verhalten.

Ferner neigten US-amerikanische Vermögensverwalter – insbesondere die größeren, darunter Blackrock, State Street und Goldman Sachs – dazu, gegen soziale und ökologische Resolutionen zu stimmen, während europäische Vermögensverwalter überwiegend dafür votierten. Ein Beispiel: Während europäische Vermögensverwalter in der Vergangenheit in rund 80 Prozent der Fälle dafür gestimmt hätten, ging die Zustimmungsrate US-amerikanischer Vermögensverwalter von 49 Prozent im Jahr 2021 auf 17 Prozent (2024) zurück. „Dies könnte natürlich auch eine Folge der Anti-ESG-Bewegung in den USA sein“, vermutet Schoenmaker. Der Autor zu dem Fazit, dass die beträchtliche und wachsende Macht und der Einfluss der führenden US-amerikanischen Asset Manager potenziell eine Herausforderung für die Corporate Governance darstellen. Dabei bezieht er sich auf die Ergebnisse einer Studie aus dem Jahr 2022. Demnach wird das Versprechen großer Investoren, Unternehmensmanager zu disziplinieren, nicht eingelöst.

Auch die erweiterte Spitzengruppe weitet ihren Einfluss aus

Erweitern man den Fokus auf die 500 größten Asset Manager weltweit, stehen die Zeichen klar auf Wachstum. Laut einer Studie des Thinking Ahead Institute beliefen sich die gesamten verwalteten Vermögen der 500 größten Vermögensverwalter der Welt Ende 2024 auf 139,9 Billionen US-Dollar – ein Anstieg von 9,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die Zahlen veröffentlichte die Denkfabrik im November 2025. Sie sind also nicht aktuell. Doch sie liefern weitere Indizien für die generelle Marktentwicklung: Demnach haben die 20 größten Vermögensverwalter ihren Einfluss ausgebaut. Sie kontrollieren nun 47 Prozent des verwalteten Vermögens – gegenüber 45,5 Prozent im Jahr 2023. Ihr Gesamtvermögen stieg auf 65,8 Billionen US-Dollar, wobei 15 US-amerikanische Unternehmen 83,9 Prozent dieses Segments repräsentieren. Die Allianz-Gruppe ist der einzige deutsche Marktteilnehmer auf Platz neun. Die UBS aus der Schweiz belegt Rang sieben, während Frankreich durch Amundi (Rang zehn) und BNP Paribas (19) repräsentiert wird. Die Legal and General Group belegt den 20. Platz und ist damit der einzige britische unter den 20 stärksten Akteuren auf dem Spielfeld.

Mehr Klarheit zur Einflussnahme institutioneller Anleger

Von Jens Kummer

Asset Owner wollen ihre Assets eng begleiten können. Dabei droht, dass die Grenze von zulässiger Einflussnahme zur unzulässigen Selbststeuerung überschritten wird. Orientierung für diese Governance-Frage gibt ein Urteil des Bundesfinanzhofs. Demnach ist nicht Nähe das Risiko – sondern fehlende Entscheidungshoheit.

Kaum ein Thema wird derzeit in der Branche so zurückhaltend adressiert wie die Frage nach der Einflussnahme institutioneller Anleger. Dabei geht es um eine für viele Spezialfonds- und Private-Market-Strukturen zentrale Frage: Wie eng dürfen Anleger, Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGGen) beziehungsweise Luxemburger AIFM und operative Partner bei Investitionsentscheidungen zusammenwirken, ohne dass die aufsichts- und steuerrechtliche Logik der Fremdverwaltung unterlaufen wird?

Viele angesprochene Marktteilnehmer wollten hierzu keine Stellung nehmen. Selbst qualifizierte Hintergrundgespräche kamen nur vereinzelt zustande. Namentliche Nennungen oder direkte Zitate wurden vielfach bereits zu Beginn ausgeschlossen. Wie stark die „Selbstentscheider-Thematik“ die Branche beschäftigt, zeigt das Versorgungswerk der Wirtschaftsprüfer mit der Gründung der WPV AAM, der ersten Asset-Management-Tochter eines berufsständischen Versorgungswerks. Im Interview mit portfolio institutionell im Sommer 2024 erklärte der damalige Geschäftsführer Dr. Hans Wilhelm Korfmacher die Gründung mit dem Wunsch, professionell weiter nah an den Assets zu arbeiten. Er erläuterte: „Aufsichtsrechtlich ist insoweit bedeutsam, dass eine Begleitung von Investments in Fonds, die durch eine KVG oder einen AIFM verwaltet werden, durch Investoren mit dem Fremd-

verwaltungsgebot nach Maßgabe der regulatorischen Vorgaben für KVG und AIFM kollidieren könnte. Die übliche Tätigkeit von Anlageausschüssen ist zwar rechtlich nicht geregelt, aber ‚gelebte Praxis‘ und unzweifelhaft zulässig. Seitens des WPV besteht darüber hinaus der Wunsch, die im eigenen Haus aufgebaute Kompetenz in vielen Asset-Klassen künftig noch stärker als bisher beratend in die Entscheidungsfindung in KVG und AIFM einzubringen. Dies ist rechtssicher nur über einen Bafin-lizenzierten Anlageberater darstellbar.“

Intensiviert hat sich in der Branche diese Diskussion durch die Bafin. Deren Wertpapieraufsicht stellte im März 2025 ein „Merkblatt zur Einflussnahme von Anlegern auf Investments und Desinvestments von Investmentvermögen“ zur Konsultation. Der Entwurf sorgte in der Branche für erhebliche Aufregung, weil viele Marktteilnehmer befürchteten, dass die regulatorisch gewachsene Interaktion zwischen Anlegern und KVGGen zu eng ausgelegt und bewährte Strukturen in Spezialfonds und alternativen Anlagen infrage gestellt würden. Die Bafin stellte dabei auf das gesetzliche Leitbild der Fremdverwaltung nach Paragraph 17 KAGB ab: Nicht der Anleger, sondern die KVG verwaltet das Investmentvermögen. Allerdings wurde das Merkblatt offenbar auch Bafin-intern zur Konsultation gestellt. Innerhalb der Behörde erhöhte sich die Komplexität zur Mitbestimmungs-Diskussion durch säulenübergreifende Abstimmungen, insbesondere mit der Versicherungsaufsicht. Zugleich erhielt die Bafin massiven Widerstand aus der Branche, insbesondere vom GDV. Ende Dezember kündigte die Bafin an, das Merkblatt nicht weiterzuverfolgen. Sie bestätigte, dass das Merkblatt nicht veröffentlicht werde und für eine überarbeitete Fassung kein Bedarf bestehe.

Deglobalisierung verändert das Umfeld für Infrastrukturinvestments



Benjamin Walter

Lead Portfolio Manager Infrastructure Debt

Igor Lukin

Senior Portfolio Manager Infrastructure

Die Weltwirtschaft befindet sich im Umbruch. Nach Jahrzehnten zunehmender Globalisierung rückt ein Trend in den Vordergrund, der lange als unwahrscheinlich galt: Deglobalisierung. Geopolitische Spannungen, fragile Lieferketten, steigende Zinsen sowie handelspolitische Konflikte haben offengelegt, wie verwundbar stark verflochtene Wirtschaftsmodelle sein können. Die Globalisierung verschwindet dabei jedoch nicht, sondern die Rahmenbedingungen verändern diese Entwicklung.

Infrastrukturinvestments wurden bislang von drei strukturellen Megatrends getragen: Dekarbonisierung, Digitalisierung und demografischer Wandel. Inzwischen kommt ein viertes „D“ hinzu: Deglobalisierung. Staaten und Unternehmen hinterfragen bestehende Abhängigkeiten, verlagern Produktionskapazitäten zurück ins eigene Land oder in politisch stabile Partnerregionen und investieren verstärkt in strategisch relevante Infrastruktur. Ziel ist es, die Versorgungssicherheit zu erhöhen, Resilienz zu stärken und die wirtschaftliche Handlungsfähigkeit zu sichern.

Dieser Wandel hat weitreichende Konsequenzen, insbesondere für exportorientierte Volkswirtschaften. Nicht nur Effizienz und Kostenoptimierung stehen im Vordergrund, sondern auch Robustheit, Redundanz und Versorgungssicherheit rücken verstärkt in den Mittelpunkt. Für Infrastrukturanleger bedeutet dies eine stärkere Fokussierung auf nationale und regionale Systeme – von der Energieversorgung über digitale Netze bis hin zu Verkehrs- und Gesundheitsinfrastruktur.

Deglobalisierung ist dabei nicht nur ein ökonomischer, sondern auch ein politischer Prozess. In Europa wurden und werden umfangreiche staatliche Infrastrukturprogramme aufgelegt, um Energie-sicherheit zu erhöhen, technologische Souveränität auszubauen und den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft zu beschleunigen. Zudem bedeutet eine unabhängigere Energieversorgung mit mehr erneuerbaren Energien aus dem eigenen Land auch vor dem Hintergrund des aktuellen Konflikts im Mittleren Osten mehr Energie-unabhängigkeit und die Förderung der Wettbewerbsfähigkeit. Infrastrukturpolitik wird damit zunehmend zu Industrie-, Sicherheits- und Klimapolitik zugleich.

Besonders deutlich zeigt sich diese Entwicklung im Energiesektor. Der Ausbau erneuerbarer Energien, moderner Stromnetze, Speicherlösungen sowie Wasserstoff-Infrastruktur gilt als zentraler Hebel, um Importabhängigkeiten zu reduzieren und Versorgungssicherheit langfristig zu gewährleisten. Gleichzeitig gewinnen Netzausbau, flexible Erzeugungskapazitäten und strategische Reserveinfrastruktur an Bedeutung. Auch Allianz Global Investors hat vor kurzem zwei Investitionen in Energieinfrastruktur in Deutschland angekündigt: zum einen in Batteriegroßspeicherprojekte in Deutschland und zum anderen in das Stromnetz Amprion.

Auch digitale Infrastruktur rückt stärker in den Fokus. Sichere Rechenzentren, Glasfaser- und Mobilfunknetze sowie Cyber-Resilienz werden zunehmend als kritische Infrastruktur verstanden. Staaten und Unternehmen investieren gezielt, um digitale Souveränität zu stärken, Innovationsfähigkeit zu sichern und Risiken durch externe Abhängigkeiten zu reduzieren.

Für langfristig orientierte Investoren ergibt sich daraus ein ambivalentes, aber chancenreiches Bild. Deglobalisierung erhöht kurzfristig die Komplexität, regulatorische Anforderungen und politische Risiken. Gleichzeitig entstehen strukturelle Investitionsbedarfe mit langfristigem Charakter und häufig stabilen, inflationsgeschützten Cashflows, was einige Projekte insbesondere für langfristige institutionelle Anleger wie Versicherungen und Pensionsfonds interessant machen kann.

Entscheidend ist ein differenzierter und selektiver Ansatz. Deglobalisierung verläuft regional sehr unterschiedlich, und Infrastruktur bleibt stark von lokalen regulatorischen und politischen Rahmenbedingungen geprägt. Zeiten geopolitischer Volatilität erschweren eine Entscheidung. Eine pauschale Strategie gibt es daher nicht. Erfolgreich wird sein, wer globale Entwicklungen versteht und darauf adäquat reagieren kann, lokale Besonderheiten berücksichtigt und langfristig investiert.

In einer fragmentierteren und geopolitisch komplexeren Welt wird Infrastruktur damit zu einem zentralen Faktor wirtschaftlicher Stabilität und strategischer Autonomie. Für Anleger kann die Deglobalisierung auch neue Chancen eröffnen, insbesondere in den Bereichen Energiewende und Digitalisierung.

Der Versuch, die Frage nach zulässiger Einflussnahme regulatorisch abschließend zu konkretisieren, wurde damit letztlich aufgegeben. Die ausbleibende Konkretisierung war nicht nur Ausdruck praktischer Komplexität, sondern auch Folge eines tiefen Dissenses darüber, wie weit Aufsicht das Spannungsverhältnis zwischen Investorennahe und Fremdverwaltungsgebot überhaupt abstrakt fassen kann. Nicht, weil das Problem gelöst wäre, sondern weil sich zeigte: Die Praxis lässt sich nicht durch starre Distanzregeln ordnen. Gerade in Private Markets entstehen Investitionsentscheidungen selten isoliert. Sie entwickeln sich im Zusammenspiel von Anleger, Strukturierer, Projektpartner und KVG.

„Einflussnahme“ des Bundesfinanzhofs

Gleichzeitig steht der Umgang mit Entscheidungshoheit und Einflussnahme in vielen KVGen unter besonderer Beobachtung. Gerade deshalb gewinnt die Schaffung von Klarheit über Rollen, Verantwortung und zulässige Einbindung an Bedeutung. Einen Referenzpunkt setzte hierzu der Bundesfinanzhof (BFH) in seinem Urteil mit dem Aktenzeichen VIII R 18/22 vom 1. Juli 2025. Demnach dürfen laut BFH institutionelle Anleger Einfluss nehmen – ohne die Fondseigenschaft zu gefährden. Der BFH verschiebt den Fokus der Diskussion weg von der Frage nach Einfluss, hin zur Frage nach Verantwortung. Entscheidend ist nicht mehr, ob ein Anleger eingebunden ist – sondern wer tatsächlich entscheidet. Der BFH macht deutlich: Eine Fondskonstruktion verliert nicht ihre steuerliche Qualität allein deshalb, weil ein Anleger faktisch Einfluss auf Anlageentscheidungen nimmt. In einem konkreten Fall brachte der Anleger wiederholt Investmentvorschläge ein – und die KVG wich davon faktisch nicht ab. Die Finanzverwaltung interpretierte dies als Selbststeuerung. Der BFH hingegen urteilte anders.

Gleichgerichtetes Handeln bedeutet nicht automatisch, dass keine eigenständige Prüfung stattgefunden hat. Ein Gebot vollständiger Fremdverwaltung frei von jeglicher Einflussnahme besteht nicht – gleichwohl bleibt eine strukturelle Grenze bestehen: Wer die Vorteile kollektiver Vermögensverwaltung in Anspruch nimmt, kann Einzelentscheidungen nicht faktisch selbst treffen, ohne die Systemlogik von Aufsichts- und Steuerrecht zu berühren. Damit fällt eine implizite Annahme, die lange regulatorisches Denken geprägt hat: Nähe gefährdet nicht per se die Fondseigenschaft.

Das bedeutet jedoch keinen Freibrief für Selbststeuerung. Die Grundlogik des KAGB bleibt: Die Letztentscheidung über Investments muss bei der KVG liegen. Nicht zulässig wären etwa Weisungen zu Einzeltiteln, faktische Vetorechte oder erzwungene Transaktionen. Zulässig bleiben hingegen das Setzen von strategischen Leitplanken, Investmentideen einzubringen und das Monitoring. Voraussetzung ist eine unabhängige Auswahl der Investments. Entscheidend wird damit weniger die Distanz zwischen den Beteiligten als die Klarheit der Rollenarchitektur, innerhalb derer Entscheidungen entstehen. Genau diese Logik spiegelt sich im BFH-Urteil wider. Nicht der Einfluss ist entscheidend – sondern die Frage, ob noch eigenständig entschieden wird.

Der eigentliche Risikobereich liegt nicht im Dialog zwischen Anleger und KVG. Er liegt in vorstrukturierten Transaktionen. Um ein Beispiel aus dem institutionellen Kontext zu machen: Die Zielinvestments stehen fest, die Projektpartner sind ausgewählt und die Fondsstruktur wird erst danach geschaffen. In diesem Fall trifft die KVG dann keine eigenständige Asset-Selektion mehr und führt auch keine originäre Due Diligence durch. In solchen Fällen wird Portfoliomanagement nicht delegiert – sondern funktional

Governance-Logik nach dem BFH-Urteil

Anleger Einfluss auf Investitionsentscheidungen	KVG Kapitalverwaltungsgesellschaft
Zulässig ✓ strategische Leitplanken ✓ Investmentideen ✓ Monitoring	Aufgaben der KVG ✓ unabhängige Auswahl der Investments ✓ eigenständige Prüfung / Due Diligence ✓ Letztentscheidung über Investments
Grenze: Einzelentscheidungen dürfen nicht faktisch durch den Anleger getroffen werden.	Entscheidende Leitfrage: „Hat die KVG wirklich entschieden?“
Unzulässig ✗ Weisungen zu Einzeltiteln ✗ faktische Vetorechte ✗ zwingende Transaktionen	Voraussetzung: ✓ echte Entscheidungshoheit der KVG

Nähe oder Distanz zwischen Anleger und KVG ist nicht entscheidend.

Quelle: Eigene Darstellung; © portfolio institutionell

ersetzt. Wird der KVG ein faktisch fertiges Investment lediglich zur Umsetzung vorgelegt, kann dies die Grenze von zulässiger Einflussnahme zur unzulässigen Selbststeuerung überschreiten. Das Problem ist hier nicht die Einflussnahme, sondern die Entkernung der Entscheidung. Die Grenze verläuft dabei nicht bei der Frage: „Wer hatte die Idee?“, sondern bei der entscheidenden Gegenfrage: „Hätte die KVG realistisch Nein sagen können?“

Genau solche Konstellationen werden häufig durch die Anreizstrukturen der Advisor verstärkt. Wirtschaftlicher Erfolg wird primär an erzielter Rendite gemessen – mit der Folge einer einseitigen Fokussierung auf Transaktions- und Renditeziele, während Risiken, Strukturkomplexität und langfristige Tragfähigkeit in den Hintergrund treten. Gleichzeitig stehen diesen Akteuren auf Seiten der KVG oft begrenzte Ressourcen gegenüber, die neben der administrativen Kernfunktion auch eine eigenständige, kritische Prüfung komplexer Investments sicherstellen müssten. Gerade in vielschichtigen Private-Markets-Strukturen entsteht so ein Spannungsfeld: Die Verantwortung verbleibt formal bei der KVG, während Impulse zunehmend extern gesetzt werden. Eine tragfähige Governance erfordert daher eine klare Balance zwischen externer Expertise und interner Entscheidungstiefe. Institutionelle Anleger müssen diese Balance durch geeignete Strukturen und ausreichende Ressourcen sicherstellen, um Entscheidungshoheit tatsächlich auszuüben – und nicht nur formal abzubilden.

Regulatorik und Realität: ein strukturelles Paradoxon

Institutionelle Anleger bewegen sich zunehmend zwischen zwei Logiken: Regulatorik verlangt Distanz. Investmentrealität verlangt Nähe. Gerade Value-add-Immobilien sind nicht standardisierbar, erfordern operative Kontrolle und verlangen Marktnähe. Doch mit jeder zusätzlichen Ebene (Dach-AIFM, Zielfonds-AIFM, Strukturierer, Projektentwickler) wächst die Gefahr der Verantwortungsdiffusion. Nicht die Nähe zwischen Anleger und KVG erzeugt dieses Risiko, sondern die fehlende eindeutige Zuordnung von Entscheidungs- und Risikofunktionen entlang der Wertschöpfungskette. Im Extrem entsteht eine formal unabhängige Struktur – ohne materielle Entscheidung.

Das BFH-Urteil verändert weniger die Grenze als die Perspektive der Governance-Debatte. Nicht mehr entscheidend ist: Hat der Anleger Einfluss genommen? Sondern: Hat jemand tatsächlich entschieden? Dagegen zielte das nicht weiterverfolgte Merkblatt darauf ab, Distanz zu sichern. Das BFH-Urteil zeigt jedoch: Distanz ist kein Selbstzweck. Entscheidend ist: Wer trägt Verantwortung? Für institutionelle Anleger verschiebt sich damit der eigentliche Prüfstein: Nicht in der formalen Trennung von Rollen – sondern in der nachweisbaren Eigenständigkeit von Entscheidungen. Gerade in komplexen Immobilien- und Private-Markets-Strukturen wird Governance künftig daran gemessen, ob Entscheidungsfunktionen tatsächlich ausgeübt wurden oder nur formal existierten.

#privatemarkets

Die drei „E“s von Private Equity: Exits, Evergreens und Equivalents

Neue Perspektiven auf
Prämien, Umsetzungen
und Segmente

portfolio
institutionell

Die Rubrik der Meinungsführer

Ausweichstrategien und Konsolidierung

Private-Equity-Fonds sitzen nach wie vor auf tausenden Unternehmens-Beteiligungen, während die Haltedauern steigen und Ausschüttungen stagnieren. Auf den Exit-Stau reagieren die selten um Lösungen verlegenen Manager mit Ausweichmechanismen. Continuation Funds und Secondaries machen inzwischen einen relevanten Exit-Anteil aus. Diese „internen Verkäufe“ lösen jedoch das Grundproblem nicht: Es fehlt an echten Käufern.

Die Exit-Erholung hängt daher maßgeblich von zwei Faktoren ab: sinkenden Zinsen und der Belebung der strategischen Nachfrage – etwa mit Geldern vom Retail-Markt. Aber: Was hat Retail-Geld in Private Equity verloren? Historisch war die Anlageklasse institutionellen Investoren vorbehalten, da Illiquidität, lange Kapitalbindung und komplexe Fee-Strukturen nur bedingt zu privaten Anlegern passen. Dennoch nimmt die Branche das große Retail-Potential ins Visier. Die Gründe sind weniger altruistisch als strukturell: Institutionelle Anleger sind vielerorts „overallocated“ und halten sich mit Investitionen in neue Fonds zurück. Retail-Kapital soll zunehmend als Ersatz- und teilweise auch als Exit-Liquidität fungieren.



Damit sind wir bei der dritten zentralen Entwicklung: dem Siegeszug der Evergreen-Fonds. Im Gegensatz zu

klassischen geschlossenen Fonds bieten sie laufende Investitionsmöglichkeiten und (begrenzte) Liquidität. Für Anleger entfällt die klassische J-Kurve und für Anbieter entsteht ein permanenter Kapitalstrom – ein strukturell attraktives Geschäftsmodell. Der Markt reagiert gespalten: Befürworter sehen Evergreen-Strukturen als logische Evolution, die Private Equity „demokratisiert“ und stabilere Kapitalbasen schafft. Kritiker hingegen verweisen auf einen fundamentalen Widerspruch: Illiquides wird in semiliquide Hüllen gepackt. In Stressphasen kann das zu Liquiditätsengpässen, Bewertungsfragen und potenziellen Rücknahmebeschränkungen führen. Im Ergebnis verschiebt sich das Gleichgewicht im Private-Equity-Markt deutlich. Closed-End-Fonds bleiben der institutionelle Goldstandard, während Evergreen-Vehikel als Wachstumstreiber im Retail- und Wealth-Segment fungieren. Kurzfristig mag sich das Exit-Problem teilweise entspannen, langfristig könnten Evergreen-Fonds jedoch neue Risiken schaffen – insbesondere, wenn zu viel Kapital auf zu wenige attraktive Deals trifft.

Private Equity steckt nicht in einem zyklischen Tal, sondern in einer strukturellen Neuordnung und Marktberreinigung. Manager verschwinden, weil sie die Erwartung der Anleger enttäuscht haben und keinen neuen Fonds mehr auflegen können.

Detlef Mackewicz, Geschäftsführer, Mackewicz & Partner

Engpass Exits

Nach drei schwierigen Jahren erholte sich das Exit-Volumen der Private-Equity-Branche im Jahr 2025 laut Preqin auf 1,3 Billionen US-Dollar, getrieben durch einen globalen M&A-Boom, verbesserte wirtschaftliche Rahmenbedingungen und veränderte Unternehmensanforderungen.



Der Rekordwert von 2021 mit 1,6 Billionen US-Dollar bleibt jedoch unerreich.

Buyout-gestützte Exits stiegen global um 44 Prozent auf 717 Milliarden US-Dollar (2024: 486 Milliarden), vor allem dank sehr großer Transaktionen (Quelle: Dealogic). Dies war das zweitbeste Ergebnis

der Geschichte (850 Milliarden im Jahr 2021). Auch kleinere Transaktionen unter zehn Milliarden US-Dollar legten um 34 Prozent zu, insbesondere durch strategische Käufer. Börsengänge stiegen zwar um 36 Prozent, bleiben aber ein untergeordneter Exit-Kanal. Die Anzahl der Exits sank leicht um zwei Prozent auf 1.570.

General Partners nutzen zunehmend Continuation Vehicles (CVs), um Liquidität zu schaffen und gleichzeitig Kontrolle zu behalten. Rund ein Viertel der GPs setzte in den letzten zwei Jahren solche Strukturen ein, fast die Hälfte plant dies künftig. Trotz starken Wachstums machen CVs jedoch weniger als zehn Prozent des Exit-Volumens aus und werden von LPs eher zurückhaltend bewertet.

Hochwertige Assets lassen sich weiterhin gut veräußern, während schwächere Unternehmen schwerer zu verkaufen sind. Die Bewertungslücke zwischen Käufern und Verkäufern hat sich zuletzt verringert, bleibt jedoch bestehen.

Trotz der Erholung soll die Branche weiterhin über 32.000 nicht veräußerte Unternehmen im Wert von rund 3,8 Billionen US-Dollar halten. Die durchschnittliche Haltedauer liegt inzwischen bei etwa sieben Jahren (zuvor fünf bis sechs Jahre). Rund 40 Prozent der Unternehmen werden länger als fünf Jahre gehalten. Hohe Einstiegspreise, gestiegene Zinsen und makroökonomische Unsicherheiten verlängern die Haltedauer zusätzlich.

Laut ILPA-Umfrage priorisieren LPs langfristige Renditen über kurzfristige Liquidität. Längere Haltedauern drücken jedoch auf die IRR, die für die Vintages 2000 – 2015 ab etwa Jahr sieben stagniert oder sinkt. Gleichzeitig bleiben die Ausschüttungen (DPI) jüngerer Jahrgänge hinter historischen Werten zurück.

Für 2026 wird mit weiter steigender Exit-Aktivität gerechnet. Dennoch bleiben hohe Bewertungen und Zinsen herausfordernd, und Kapitalrückflüsse an LPs, die im Verhältnis zum Nettoinventarwert seit mehreren Jahren unter 15 Prozent und damit auf historisch niedrigem Niveau liegen, dürften weiterhin Zeit benötigen.

Philippe Roesch, Gründer und Geschäftsführer, RIAM

Private Equity Benchmarking mit dem PME

Investoren erwarten aufgrund der Illiquidität von Private Equity höhere Erträge als bei Aktien. Ob dieses Ziel erreicht wird, lässt sich anhand eines Vergleichs mit dem verfügbaren Anlageuniversum (Benchmarking) beurteilen. Geeignete Benchmarks sollten transparent, investierbar, messbar und repräsentativ sein. Für Aktien etablierten sich breite Marktindizes. Die Performancemessung von Private Equity ist jedoch aufgrund der Investitionen und Rückflüsse über mehrere Jahre sowie fehlender Börsenkurse erschwert.

Da keine Benchmark alle Anforderungen erfüllt, müssen Anleger zwischen verschiedenen Vergleichsmaßstäben abwägen. Ein Vergleich mit kotierten Aktienmärkten zeigt, ob eine Mehrrendite erzielt wurde, wobei kurzfristig aufgrund fehlender täglicher Bewertung von Private Equity deutliche Abweichungen auftreten



können. Ein Vergleich mit anderen Private-Equity-Fonds liegt daher nahe, ist jedoch oft mit eingeschränkter Datenverfügbarkeit und Transparenz verbunden. Zudem bilden fondsbasierte Benchmarks aufgrund der begrenzten Zugänglichkeit vieler Fonds nicht das tatsächlich verfügbare und investierbare

Anlageangebot ab. Fixe Renditevorgaben sind zwar einfach und verständlich, blenden jedoch Risiken und Marktphasen aus.

Zur Messung der Anlageleistung eignet sich deshalb die Kennzahl des Public Market Equivalent (PME). Dabei wird berechnet, wie sich die tatsächlichen Einzahlungen entwickelt hätten, wenn sie stattdessen in den Aktienmarkt investiert worden wären. Der Vergleich mit dem effektiven Private-Equity-Ergebnis zeigt, ob sich die Anlage gegenüber dem börsenkotierten Aktienmarkt ausgezahlt hat. Die Risikoeinschätzung ist zusätzlich anspruchsvoll, da verzögerte Bewertungen und fehlende Marktpreise die Schwankungen von Private Equity glätten. Das gängige Risikomaß der Volatilität unterschätzt folglich die tatsächlichen Risiken und ist ungeeignet. Im Rahmen des Risikomanagements ist es daher angezeigt, die Portfoliostruktur, zum Beispiel hinsichtlich Sektorallokation, Regionen oder Anzahl zugrunde liegender Investments, mit einer breiten Peer Group zu vergleichen. Dies gibt Aufschluss über die Diversifikation sowie allfällige Konzentrationsrisiken.

Festzuhalten ist, dass sich Investoren in der Praxis beim strategischen Benchmarking von Private Equity meist an Aktienindizes orientieren. Ergänzend führt man regelmäßig Vergleiche mit unterschiedlichen Peer Groups und Benchmarks durch. Beim Benchmarking anhand des Public Market Equivalent werden Risiken, Marktumfeld, Portfoliostruktur sowie Kosten berücksichtigt.

Marc Staub, Managing Director, PPCmetrics

Intention der Private-Markets-Rubrik

Private Markets haben sich in der institutionellen Kapitalanlage etabliert und sind weiter im Ausbau. Investoren schätzen an Infrastruktur, Private Equity, Real Estate und Private Debt vor allem das Risk-Return-Profil, die Diversifikation und zudem die Möglichkeit, eine nachhaltige Wirkung zu erzielen.

Private Markets sind aber auch sehr vielfältig und dynamisch. Mit dieser Rubrik begleitet portfolio institutionell immer ein bestimmtes Segment oder auch Thema und lässt dieses von Investoren, Asset Managern, Beratern und Verbänden vorstellen und analysieren, wobei Nachhaltigkeit immer ein wichtiges Element sein wird. Die Redaktion von portfolio institutionell bedankt sich bei allen Autoren, die zum Gelingen der Private-Markets-Rubrik beitragen.

portfolio
institutionell

Nach außen verlagert

Von Jochen Hägele

Die Kapitalanlage institutioneller Investoren wird komplexer und teurer. Die Investmentfunktion ganz oder teilweise an einen externen Dienstleister auszulagern, kann da Sinn machen. Das Modell des Outsourced Chief Investment Officer nimmt auch in Deutschland an Bedeutung zu.

Es gibt für Investoren sicher viele Gründe, über die externe Vergabe einzelner Module oder gleich des gesamten Portfoliomanagements nachzudenken. Komplexe Anforderungen, steigende Kosten und Risikoüberlegungen sind nur ein paar davon. Die Auslagerung der Anlage-Funktion an einen OCIO („Outsourced CIO“) ist in angelsächsischen Ländern etabliert, in Deutschland nimmt das Modell zunehmend Fahrt auf. Der Pension Buyout kommt als zusätzlicher Treiber hinzu. Gutes Geschäft wittern auch die Anbieter: Immer mehr Asset Manager, Consultants und spezialisierte Anbieter stellen entsprechende Dienstleistungen ins Schaufenster. Angesichts einer Vielfalt an Anbietern und Möglichkeiten gilt es, den Überblick zu bewahren und die eigenen Ziele klar zu definieren.

Für Andreas Weigl, Geschäftsführer bei Faros Consulting, geht es beim OCIO um die Auslagerung der effektiven Portfolioentscheidungen. Die Realität ist oft anders: „In der Praxis sehen wir im Zusammenhang mit einem OCIO-Mandat neben der Übernahme von Investmententscheidungen auch die Auslagerung von administrativen Tätigkeiten und Reporting-Dienstleistungen.“ Die Bandbreite reicht vom Beratungsmandat und dem Management einzelner Asset-Klassen bis zur vollständigen Auslagerung, zu der oft auch administrative Zuständigkeiten und das Risikomanagement zählen. „Wir bewegen uns in einem breiten Spektrum“, sagt Weigl.

Viele dieser Strukturen laufen nicht unter OCIO, sondern unter Fiduciary Management oder Investment Solutions. Potenziell infrage kommt das für unterschiedlichste Asset Owner: Der OCIO kann etwa für vermögende Familien die Alternative zum Family Office sein. Oder für Stiftungen tätig werden, von denen viele bereits umfassend externe CIO-Dienstleistungen in der Kapitalanlage nutzen. Und gerade auf der Pension-Seite kommt der Markt in Bewegung. So vermeldeten vergangenes Jahr die Privatbank Berenberg und der bAV-Lösungsanbieter Lurse ein gemeinsames OCIO-Mandat eines deutschen Konzerns in Form eines CTA in dreistelliger Millionenhöhe. Im September 2025 übernahm Funding Solutions Deutschland (FSD) die Pensionsverpflichtungen der Wintershall Dea. Mit dem Anlagemanagement in Form eines CDI-Mandats wiederum beauftragte FSD einen externen Asset Manager. Und vor wenigen Monaten mandatierte das Altersversorgungswerk der Zahnärztekammer Sachsen-Anhalt den Consultant Faros mit der umfassenden Betreuung der Kapitalanlage.

Gründe für den Wechsel

Neben der umfassenden Auslagerung der CIO-Funktion geht es oft auch um eine Teilauslagerung, bei der etwa die Steuerung der Alternatives-Allokation komplett an einen externen Dienstleister übertragen wird. Für ein OCIO-Modell sprechen unterschiedliche Gründe: darunter die steigende Komplexität der Portfolios, knappe eigene Ressourcen und Fachkräftemangel sowie der explodierende finanzielle Aufwand für Daten, Systeme und Technologie. „Die Kosten für Datenbeschaffung und die Pflege eines Risiko-Dashboards steigen jährlich zweistellig“, so Richard Nuzum, Leiter OCIO bei Franklin Templeton. Das Kürzungspotenzial eines

solchen Zugs beim eigenen Team wird zwar kaum erwähnt, spielt aber in der Praxis angesichts des allgemeinen Kostendrucks sicher auch eine Rolle. Und auch die verschiedenen medienwirksamen Vorfälle der jüngeren Vergangenheit haben sicher mit dazu geführt, dass sich manch ein Anleger fragt, ob er wirklich die nötigen Ressourcen für komplexes Anlage- und Risikomanagement im eigenen Haus hat. Auch Nikolaus Schmidt-Narischkin, Managing Director Investments bei WTW Deutschland, beobachtet gerade bei Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland einen klaren Trend hin zu eher ganzheitlichen Outsourcing-Lösungen: „Unternehmen fokussieren sich verstärkt auf ihre Kernkompetenzen und vermeiden es, umfangreiche interne Ressourcen für regulatorische und fachliche Spezialthemen vorzuhalten.“

Eine Rolle spielt auch das „Key Person“-Risiko: „Wenn beim Anleger eine Person geht, geht auch das Wissen mit“, erklärt Thorsten Wellein, CIO bei Faros Fiduciary Management. „Das lässt sich mit der Auslagerung vermeiden. Da kaufen sich Investoren das Wissen der Institution ein, haben eine dauerhafte, hohe Kompetenz in dem Bereich und sind nicht mehr personenabhängig.“ Zur stärkeren Popularität des OCIO trägt gerade auf der Pension-Seite sicher auch das Zinsumfeld bei, da aufgrund der höheren Ausfinanzierungsgrade immer mehr Firmen darüber nachdenken, sich ihrer Pensionsverbindlichkeiten über einen Pension Buyout zu entledigen, der natürlich auch die CIO-Funktion betrifft. „Pension-Buyouts sind ein klassisches OCIO-Thema“, sagt Faros-CIO Wellein.

Auch die Anbieterlandschaft ist in Bewegung: Traditionell waren Asset Manager innerhalb der OCIO-Wertschöpfungskette vor allem für die Einzeltitelauswahl innerhalb definierter Mandate und Asset-Klassen und teils auch für die dynamische Multi-Asset-Allokation verantwortlich. Doch gerade internationale Asset Manager bieten immer umfassendere Services im OCIO- und Auslagerungsspektrum an. Auf der anderen Seite haben auch große Consultants ihre Kapazitäten in der praktischen Durchführung der Asset-Allokation und des Portfoliomanagements erweitert. Folge: Die Schnittmenge, innerhalb der die verschiedenen Anbieter konkurrieren, wird größer. Das zeigt der Vergleich der weltweit größten OCIO-Manager: Mit Cambridge Associates, Mercer, Goldman Sachs, Blackrock, Aon und WTW finden sich hier genauso klassische Asset Manager wie auch Consultants.

Bei der Mandatierung eines Asset Managers als umfassendem OCIO stellt sich natürlich die Frage nach den Eigenprodukten und der Art der Rückvergütung. „Das ist sicherlich ein Thema, das man beim Aufsetzen des Mandats genau prüfen muss“, sagt Weigl: Am Ende müsste ein Asset Owner immer die Kosten in der Gesamtschau betrachten, so der Faros-Geschäftsführer. Dazu kommt: Kaum ein Asset Manager hat dieselbe Kompetenz in allen Anlageklassen. Für Weigl ist dann wichtig: „Wie stellt der Partner sicher, dass seine eigenen Produkte wettbewerbsfähig sind, und wo setzt er gegebenenfalls Fremdprodukte ein?“ Und da kommt auch die

Selektion ins Spiel. Gerade hier könne sich ein Asset Manager potenziell schwerer tun: „Es stellt sich immer die Frage, inwiefern andere Asset Manager bereit sind, gegenüber einem Wettbewerber in seiner Funktion als Fiduciary Manager ihren kompletten Prozess offenzulegen.“

Das vertikal integrierte OCIO-Modell, bei dem zumindest ein Teil der Mittel in eigene Investmentstrategien des Asset Managers als OCIO investiert wird, gewinnt laut Franklin-Templeton-Experte Nuzum an Bedeutung. Er betont aber auch die potenziellen Vorteile dieses Vorgehens. Etwa die höhere Agilität in Krisensituationen. Umsetzungen von Portfolioanpassungen seien innerhalb von Tagen oder Stunden statt Wochen möglich. Dazu komme die klare Performanceverantwortung: „OCIOs werden an der risikoadjustierten Outperformance nach Gebühren gemessen“, so Nuzum. Das wirke Interessenkonflikten entgegen und schaffe einen starken Anreiz, die besten verfügbaren Investmentfähigkeiten zu nutzen – unabhängig davon, ob sie intern oder extern bereitgestellt werden. Mit externen Asset Managern arbeitet auch Funding Solutions Deutschland etwa bei Pension Buyouts zusammen. „Für uns ist die Kapitalanlage über OCIO-Mandate ein wichtiger Bestandteil der Governance“, erklärt Roland Wiesmann, Director Pension & Investment Solutions bei FSD. Im Zentrum der gesuchten Asset-Management-Kapazitäten stehe dabei aber weniger die Erreichung absoluter Performanceziele, sondern ein robustes und verlässliches CDI-Management.

Für Schmidt-Narischkin von WTW Deutschland ist die Komplexität des Mandats der entscheidende Bestimmungsfaktor bei den Kosten. Erst danach kommen volumenabhängige Überlegungen ins Spiel. In der Regel arbeite man je nach Mandatsgröße mit einer Mindestgebühr, in wenigen Fällen auch auf Festpreisbasis. Franklin-Templeton-Experte Nuzum sieht zwei gängige Modelle: Entweder eine Basisgebühr für das OCIO-Mandat zuzüglich der direkt zurechenbaren Kosten des Asset Managements oder eine Gesamtgebühr einschließlich der Investmentkosten.

Der Umsetzungsaufwand richtet sich nach Umfang und Ausgangsbedingungen. Am Anfang steht grundsätzlich die Analyse der Asset-Verbindlichkeiten und der Anlageziele. Schmidt-Narischkin sagt: „Im ersten Schritt werden Governance-Strukturen und Anlageziele präzisiert. Darauf aufbauend die strategische Ausrichtung und Eckpunkte der operativen Umsetzung definiert. Erst dann, in der Implementierungsphase, wird die Kapitalanlage in die angestrebte Zielallokation überführt.“ Betrifft ein OCIO-Mandat nur die Asset-Management-Seite, lässt sich das noch relativ einfach umsetzen. Das gilt wohl besonders, wenn das Mandat zu einem anderen Fiduciary Manager wechselt. Bei umfassenden Mandaten kann das Onboarding aber durchaus mehrere Monate dauern. In den allermeisten Fällen gilt aber: Kompetenzen, die einmal außer Haus vergeben wurden, werden nach aller Erfahrung intern auch in Zukunft nicht wieder aufgebaut.

Neue Konzepte für mehr Betriebsrente

Von Detlef Pohl

Die Branche assimiliert gerade das BRSG 2.0. Mehrere Fachkonferenzen und Studien schauen sich die Umsetzung an und blicken bereits mit zahlreichen Bewertungen in die Zukunft der deutschen Betriebsrente. Derweil wurden die innovativsten bAV-Modelle aus Industrie, Sozialwirtschaft und Mittelstand ausgezeichnet.

Die wichtigen Reformen zur Altersversorgung in Deutschland sind inzwischen festgezurr: (siehe März-Ausgabe 2026). Offen ist lediglich die Endfassung der Reform der privaten Altersvorsorge, die zum 1. Januar 2027 in Kraft treten soll, und im Schlepptau auch eine staatlich geförderte „Frühstart-Rente“ für jedes Kind ab sechs Jahren bringen soll. Mehrere Frühjahrskonferenzen und Studien beschäftigten sich mit den Neuerungen und stellten bereits Handlungsbedarf für die kommenden Jahre fest.

Den Anfang machte traditionell Anfang März die nunmehr schon zehnte Fachtagung „Berliner bAV-Auftakt“ von Rechtsanwalt Mathias Ulbrich, Professor für Arbeitsrecht an der Fakultät für Wirtschaftsrecht der Hochschule Schmalkalden, der stets nur individuell geladene Gäste zulässt (siehe Ausgabe 04/2023). „Die Reform der steuerlich geförderten privaten Altersvorsorge wird in manchen Punkten überraschen, nicht nur durch den Verzicht auf Garantien beim neuen Altersvorsorgedepot“, blickte Elmar Dönnebrink voraus. Der Referatsleiter im Bundesministerium der Finanzen (BMF) versprach auch eine „Stärkung des Wettbewerbs durch neue Produkte und neue Anbieter“. Was er nicht sagte, aber was drei Wochen später vom Bundestag beschlossen wurde: Das Altersvorsorgedepot soll nicht nur durch private Anbieter offeriert werden, sondern auch durch einen öffentlichen Träger. Statt nur den

ordnungspolitischen Rahmen zu setzen, wird der Staat damit selbst zum Akteur, der womöglich durch Einsatz staatlicher Mittel kostengünstiger auftreten kann.

Damit wäre auch die Anbieterneutralität gefährdet, die der stellvertretende GDV-Hauptgeschäftsführer Moritz Schumann auf der Ulbrich-Tagung angemahnt hatte. Eine Vermischung von privater und betrieblicher Vorsorge lehnte der Versicherungsexperte ab. Gerade diese Vermischung als „gutes Zusammenspiel von bAV und pAV als ergänzende Altersversorgung“ hatte Beate Petry auf der Tagung auch für die Zukunft gefordert. „Dies ist ja bei der Riester-Rente auch möglich“, begründete die Vorstandschefin der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung (ABA). Das Altersvorsorgedepot könne auch für neue bAV-Zusagen ab 1. Januar 2027 genutzt werden, sofern es sich um reine Beitragszusagen (rBZ) oder Produkte mit 100 Prozent Garantie handelt, so Petry. Insgesamt fürchtet die ABA jedoch, dass die Reform der privaten Altersvorsorge die bAV nachhaltig schädigen könnte.

Eine erfolgreiche Vermischung von privater und betrieblicher Altersversorgung kennt unser Nachbarland Frankreich. Eine Woche nach der Ulbrich-Tagung zeigte die Studie „Altersvorsorge in Deutschland und Frankreich“ des Deutschen Aktieninstituts (DAI): In Frankreich war die Einführung des steuerlich geförderten Altersvorsorgedepots (Plan d'Épargne Retraite; kurz: PER) 2019 ein Meilenstein, der auch die bAV-Verbreitung deutlich gesteigert hat. PER sei mit alten Verträgen kompatibel und könne auch von einem Arbeitgeber zum nächsten übertragen werden. Die Zahl der bAV-Verträge stieg in der Folge um 36 Prozent, berichtete Henriette Peucker. Damit sei Frankreich uns einen deutlichen Schritt voraus.

„Wird das geplante Altersvorsorgedepot auch bei uns für die bAV geöffnet, können Ansprüche bei einem Arbeitgeberwechsel unkompliziert mitgenommen werden“, so die geschäftsführende DAI-Vorständin.

Zusammen mit einer Mindestaktienquote von 60 Prozent, wie sie sich bei den Vermögenswirksamen Leistungen (VL) bewährt hat, würde daraus ein attraktives System, so das DAI weiter. Hintergrund: Bislang setzen Frankreich und Deutschland vor allem auf das Umlagesystem und stützen die Rentenkassen zusätzlich mit erheblichen Steuermitteln. In Frankreich bezieht ein Durchschnittsrentnerhaushalt laut Studie fast 80 Prozent seines Einkommens aus einer Steuer- oder Umlagefinanzierung, in Deutschland sind es 66 Prozent – siehe Grafik auf Seite 26. Instrumente des Kapitalmarktes haben in beiden Ländern aktuell nur eine nachgeordnete Bedeutung. „Um einen niedrigschwelligen Zugang zu ermöglichen, sollte das private Altersvorsorgedepot auch für die bAV als einfacher, ertragreicher, kostengünstiger und übertragbarer Vorsorgeweg geöffnet werden“, fordert Studienautor Norbert Kuhn, Leiter Think Tank des DAI. Weitere Empfehlungen des DIA an die Politik sind:

- Garantiefreie Produkte auch außerhalb von Sozialpartnermodellen in der bAV;
- Attraktivität für Geringverdiener durch Einführung einer Mindestförderung in Form eines Pauschbetrages wie in Frankreich erhöhen (mindestens 2,0 Prozent der BGG) + steuerliche Förderung ausweiten (steuerfreie Beiträge mindestens verdoppeln);
- VL durch Abschaffung der Einkommensgrenzen stärken, die Arbeitnehmersparzulage verdreifachen und Erträge aus VL steuerfrei stellen;
- flächendeckende automatische Einbeziehung breiter Schichten der Arbeitnehmerschaft in aktienorientierte bAV mit Widerspruchsrecht.

Direktversicherung dominierender Durchführungsweg

Derweil bleibt im deutschen Mittelstand weiter die Direktversicherung, zunehmend als beitragsorientierte Leistungszusage (BoLZ), der dominierende Durchführungsweg, besagt die Studie „Betriebliche Altersversorgung im Mittelstand 2025/26“ auf Basis einer repräsentativen Forsa-Umfrage unter 200 bAV-Verantwortlichen in deutschen mittelständischen Unternehmen mit 50 bis 500 Mitarbeitern, die Ende März veröffentlicht wurde. Demnach bieten konstant 87 Prozent der Betriebe die Direktversicherung an, in 53 Prozent der Firmen gibt es eine Pensionskassenzusage. Im Durchschnitt bieten die Unternehmen 2,7 Durchführungswege an.

Über 80 Prozent der Befragten stimmen der These zu, dass sich die Vorsorgesituation von Geringverdienern in der Privatwirtschaft ohne ein Obligatorium, also eine gesetzliche Pflicht zur bAV, nicht verbessern wird. Arbeitnehmer-Nachfragen zum finanziellen

Beitrag des Arbeitgebers zur betrieblichen Altersvorsorge sind laut Studie tendenziell umso höher, je größer die Unternehmen sind: 73 Prozent in größeren Betrieben, 71 Prozent in mittleren und 69 Prozent in kleineren Betrieben.

Inzwischen 90 Prozent der Betriebe im Mittelstand arbeiteten mit der Versicherungswirtschaft zusammen, wenn es um bAV-Produkte geht (2024: 82 Prozent), und setzen damit auf versicherungsförmige Lösungen, insbesondere Direktversicherung und Pensionsfonds. Die drei wichtigsten Kriterien der Arbeitgeber bei Wahl ihres bAV-Anbieters sind eine langjährige traditionelle Kooperation mit den Partnern (66 Prozent), überzeugende Produkte (62 Prozent) und überzeugende Services (58 Prozent). Zudem wünscht sich der Mittelstand mehrheitlich eine einfache Verwaltung der Betriebsrentenmodelle, sagen 95 Prozent der bAV-Entscheider. Drei Viertel der Betriebe sind zufrieden mit ihrem bAV-Angebot. Andererseits glauben nur 61 Prozent der Befragten, dass die rBZ zu einer großflächigen bAV-Verbreitung im Mittelstand führt, wenn der Tarifvorbehalt fällt. Dies ist aktuell rechtlich auch nicht vorgesehen.

Unter diesen Vorzeichen ist interessant, wie sich die Dienstleistungsgewerkschaft Verdi die Weiterentwicklung der rBZ im Sozialpartnermodell (SPM) vorstellt. Verdi ist bekanntlich Vorreiter in diesem Segment der bAV-Zusagen und positionierte sich auf einer eigenen Konferenz Anfang März. Erste Prämisse: „Nach der gesetzlichen Rente halten wir die bAV für die bessere Zusatzversorgung im Vergleich zur privaten Vorsorge, die sich mehr auf Vermögensbildung denn auf Absicherung im Alter konzentriert“, sagt Rechtsanwältin Judith Kerschbaumer, Leiterin des Bereichs Sozialpolitik bei der Verdi-Bundesverwaltung. Gründe: Arbeitgeber könnten sich an der Finanzierung wesentlich beteiligen. Und: In großen Kollektiven sozialpartnerschaftlich organisiert, sei sie kostengünstiger und ertragreicher.

„Die Stärkung der zweiten Säule sei unabdingbar und Betriebsrenten würden am besten organisiert durch die Sozialpartner – sicher, effizient und mitbestimmt, stimmte Bundesarbeitsministerin Bärbel Bas Kerschbaumer zu. Durch das BRSG 2.0 könnten sich Unternehmen und Beschäftigte einem SPM deutlich leichter anschließen. „Ich bin der Überzeugung, dass dieses Modell langfristig die Zukunft der Betriebsrente ist“, so Bas wörtlich. Verdi habe den „Goldstandard für SPM entwickelt“. Gerade im unteren Einkommensbereich machten 200 bis 300 Euro Betriebsrente zusätzlich einen großen Unterschied beim Alterseinkommen aus.

Jeder zweite Arbeitnehmer ohne Betriebsrente

Die Hälfte der Arbeitnehmer stehe noch ohne Betriebsrente da. Es gehe um quantitativen und qualitativen Ausbau, vor allem in Bereichen und Branchen mit niedriger Verbreitung, also in kleineren Unternehmen und bei Beschäftigten mit geringen Einkommen. Verdi fordert generell eine verpflichtende bAV für alle

Beschäftigten (Opting-out) mit mindestens hälftiger Arbeitgeberbeteiligung. „Selbst mit guter Arbeitgeberbeteiligung werden viele Beschäftigte im Niedriglohnbereich dennoch nicht ausreichend zusätzlich sparen können“, so Verdi-Vorsitzender Frank Werneke auf der Konferenz. Daher sei staatliche Förderung unumgänglich. Die Zulagenförderung – wie bislang bei der Riester-Rente bekannt – sollte „am besten von der privaten Vorsorge in die bAV überführt und nach gleichen Grundsätzen fortgeführt werden“, so Werneke.

Die rBZ von Verdi sei nun mittlerweile in einigen Tarifverträgen umgesetzt. Damit sei für rund 40.000 bislang unversorgte Beschäftigte eine fast ausschließlich vom Arbeitgeber finanzierte Betriebsrente tarifvertraglich vereinbart worden. Mit dem BRSG 2.0 können nun Dritte auf ein bestehendes tarifvertraglich geregeltes SPM für ihre Beschäftigten im Arbeitsvertrag beziehungsweise in individueller Vereinbarung Bezug nehmen – entweder tarifgebundene Unternehmen aus Branchen im Verdi-Organisationsbereich oder nicht tarifgebundene Unternehmen aus dem Verdi-Organisationsbereich.

Der andockende Arbeitgeber muss nach BRSG 2.0 allerdings auf den gesamten Inhalt des Tarifvertrags Bezug nehmen, das heißt, er verspricht Beschäftigten vertraglich genauso viel zu zahlen, wie im Tarifvertrag für das SPM vereinbart ist. „Will der andockende Arbeitgeber eigene Akzente setzen, muss er einen eigenen Tarifvertrag, also ein SPM, mit Verdi verhandeln“, erklärt Werneke und betont: „Das SPM-Modell ist unser Asset und kein Freifahrtschein.“ Gewerkschafts- und mitbestimmungsfeindliche Unternehmen ließe man nicht daran teilnehmen, namentlich solche Firmen wie Aldi, Amazon und diverse Paketdienste. Bei bislang nicht tarifgebundenen Unternehmen sei das Andocken an ein SPM „hoffentlich der erste Schritt für eine darauf aufbauende spätere Tarifpartnerschaft“.

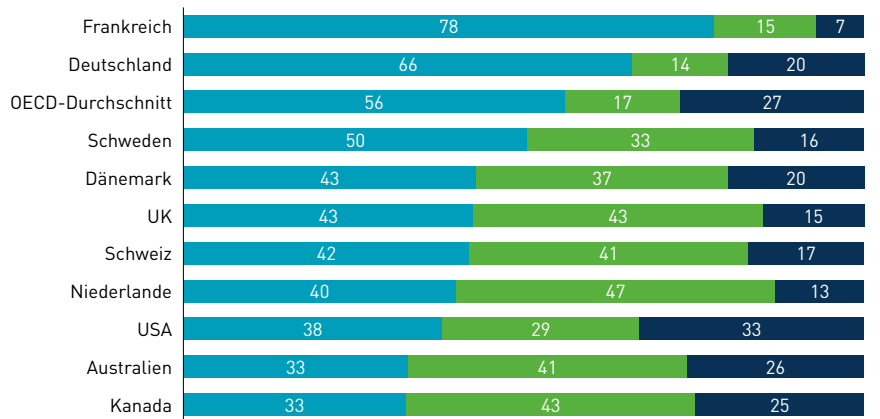
Aktuell organisieren drei Gewerkschaften (Verdi, IGBCE und GEW) in vier durchführenden Einrichtungen (Metzler Sozialpartner Pensionsfonds MSPF, BVV Pensionsfonds, Chemieverorgungswerk und Zielrente Chemie) die bAV per rBZ, erinnerte Verdis bAV-Expertin Judith Kerschbaumer. Bis Anfang 2026 seien tarifvertraglich durch Verdi annähernd 30.000 Beschäftigte über den MSPF abgesichert worden, die zuvor weit überwiegend keine bAV hatten: Uniper, Bodenverkehrsdienste, Busrente Baden-Württemberg und AWO-Rente. An das Banken-SPM, organisiert über den BVV Pensionsfonds, könnten nichttarifgebundene Unternehmen leicht andocken: durch Rahmen-TV der Banken, präzisiert durch Betriebsvereinbarungen

pro andockende Bank. Zwischenergebnis: Von rund 20 Firmen der Banken- und Finanzdienstleistungsbranche (10.500 Beschäftigte) sind nur sieben tarifgebunden. Interessant: 99 Prozent der Arbeitnehmer nutzten dabei die chancenorientierte Variante, fast niemand die sicherheitsorientierte Variante der Kapitalanlage.

Letzteres hält Judith Kerschbaumer für enorm wichtig, denn durchschnittlich 535 Euro Betriebsrente pro Monat (brutto) in Deutschland seien dem hohen Sicherheitsdenken verhaftet und kein Ruhmesblatt (Ost: 288 Euro). Man müsse vor allem die größten Hindernisse bei der Verbreitung abbauen, die da sind: geringes Einkommen und geringe Betriebsgröße. Hinderungsgrund Einkommen: „Wer weniger als 1.000 Euro Monatsbrutto hat, besitzt nur eine 25-Prozent-Chance auf bAV, wer 6.000 Euro und mehr verdient, immerhin eine 78-Prozent-Chance, so Kerschbaumer mit Verweis auf die Arbeitgeber- und Trägerbefragungen 2023 (siehe Juni-Ausgabe 2025). Hinderungsgrund Betriebsgröße: Wer in einer kleinen Firma mit maximal neun Beschäftigten arbeitet, besitzt nur eine 25-Prozent-Chance auf bAV, wer 6.000 Euro und mehr verdient, hat in einer Firma mit mindestens 1.000 Beschäftigten eine 86-Prozent-Chance.“

Verdi geht es bei SPM um eine bAV mit 50 Prozent und mehr AG-Finanzierung, Tarifexklusivität und mehr Allgemeinverbindlichkeit von bAV-Tarifverträgen (TV). „Vor allem KMU und der Niedriglohnbereich brauchen eine einfache, verständliche und transparente bAV“, betonte Kerschbaumer. Ziel der Dienstleistungsgewerkschaft sei die Stärkung der Tarifbindung und damit stets auch eine Tarifrente. Indirekt wiederholte Kerschbaumer damit ihr früheres Statement, wonach Verdi bei Aufhebung des Tarifvorbehalts bei SPM aussteigen würde.

Unterschiedliche Bedeutung der Umlage




■ Umlage/Steuer ■ Kapitaldeckung, unter anderem in betrieblicher/privater Altersvorsorge ■ Arbeit
 Einkommensquellen der Durchschnittsrentnerhaushalte in Prozent (Bezugsjahr 2023 oder aktuell verfügbarer Wert)
 Quelle: DAI; © portfolio institutionell


FAROS 

INVESTOREN SUMMIT 2026


Alles, was Sie über
institutionelle Kapital-
anlage wissen müssen




Omid Nouripour
Vizepräsident des
Deutschen Bundestags




Prof. Dr. Jens Südekum
Professor of International
Economics, Heinrich-Heine-
Universität Düsseldorf




Prof. Dr. Nicole Deitelhoff
Direktorin Leibniz-Institut für
Friedens- und Konfliktforschung



Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin,
Landesbank Hessen-Thüringen



Prof. Dr. Ulrike Malmendier
Lehrstuhlinhaberin an der
University of California Berkeley



Boris Palmer
Oberbürgermeister der
Universitätsstadt Tübingen

JETZT ANMELDEN

17. September 2026 | Le Méridien Stuttgart

Dickschiffe der Branchenversorgungswerke auf Kurs

Von Detlef Pohl

Die Bilanzen von Branchenversorgungswerken wie Metallrente und Klinikrente zeigen sich robust. Über Pensionsfonds wird das Problem aufgezwungener Beitragsgarantien elegant umschifft. Konsortiallösungen mit führenden Versicherern funktionieren dabei weiter gut.

Deutschlands große betriebliche Branchenversorgungswerke halten die bAV trotz globaler Unruhen, die sich auch auf deutsche Unternehmen auswirken, weiter auf Kurs. Allen voran die Metallrente GmbH, die seit nunmehr 25 Jahren existiert und bei der die Gewerkschaft IG Metall und der Arbeitgeberverband Gesamtmetall gleichberechtigte Alleingesellschafter sind. Das Versorgungswerk meldet nach starken Vorjahren auch für 2025 stabiles Wachstum. Unter dem Dach von Tarifverträgen organisieren Firmenkunden ihre bAV mit 999.000 Verträgen – ein Plus von zwei Prozent – über die Metallrente, hinzu kommen noch gut 145.400 Verträge zur Arbeitskraftabsicherung. Somit sind Ende 2025 rund 1,144 Millionen Verträge im Bestand gewesen – siehe Grafik auf Seite 29. Aktuell hat die Metallrente, der sich auch die Stahlindustrie und die Branchen Textil und Bekleidung, IT sowie Holz und Kunststoff angeschlossen haben, Zugang zu 55.855 Unternehmen (plus 1.010) und versorgt damit deutlich über acht Millionen Arbeitnehmer.

Insgesamt gab es 2025 fast 49.000 Neuverträge zur bAV und damit 12.000 weniger als im Vorjahr. Die Neuverträge wurden zu über 64 Prozent in der Direktversicherung abgeschlossen. „Die Marke von einer Million bAV-Bestandsverträgen fiel dann im Januar 2026“, berichtet Metallrente-Geschäftsführer Hansjörg Müllerleile. „Ein großer Anteil der Direktversicherung entfiel 2025 auf die kapital-

marktnahen Produkte Chance 80 und Chance 90, die sich durch abgesenkte Garantien bei gleichzeitig deutlich verbesserten Ertragschancen auszeichnen. Dahinter stehen arbeitsrechtliche Zusagen für beitragsorientierte Leistungszusagen (BoLZ). Gemessen an der Beitragssumme entschieden sich bereits 60 Prozent der Kunden für die kapitalmarktnahen Direktversicherungen.

Hintergrund: In der Metall-Direktversicherung werden drei Produktvarianten geboten: „Profil“, „Chance 80“ und „Chance 90“. Beim sicherheitsorientierten Direktversicherungstarif („Profil“) geht die Kapitalanlage zu 100 Prozent in das Sicherungsvermögen der Versicherungspartner von Metallrente ein. Beim kapitalmarktnahen Direktversicherungstarif („Chance“) fließt sie in das Sicherungsvermögen der Versicherungspartner und bis zu 50 Prozent in Aktien und Anleihen (Metallrente-Fondsportfolio). „Die starke Nachfrage bei Chance-Produkten zeigt, dass wir mit der 2023 gestarteten Neuaufstellung des Produktportfolios richtig liegen“, so Geschäftsführer Müllerleile.

Für 2026 gibt es zum dritten Mal in Folge in allen Segmenten der Metall-Direktversicherung eine Gesamtverzinsung von 3,5 Prozent. „Als Versorgungswerk ist es uns wichtig, hier ein Zeichen der Stabilität und Verlässlichkeit zu setzen“, erklärt Müllerleile. Die Neubeiträge über alle bAV-Durchführungswege sind im Vergleich zum Vorjahr um fast 13 Millionen Euro beziehungsweise 16 Prozent zurückgegangen. „Dennoch kann mit einem weiter gestiegenen durchschnittlichen Jahresbeitrag von 1.257 Euro 2025 eine wertige Versorgungsleistung erreicht werden“, betont Metallrente-Geschäftsführerin Kerstin Schminke. Und Müllerleile merkt an: „In einem Umfeld von Unsicherheit, Transformationsdruck und

industrieller Herausforderung werden langfristige Vorsorgeentscheidungen naturgemäß zurückhaltender getroffen.“

Damit die Risiken eines so großen Kollektivs auf mehrere Schultern verteilt werden können, arbeitet das Versorgungswerk mit einem Konsortium an Versicherern zusammen. Die Bestände werden von Allianz, R+V, Swiss Life, Ergo und seit Sommer 2020 auch der Versicherungskammer Bayern (VKB) gemäß ihrer jeweiligen Beteiligung gemeinschaftlich getragen (VKB bislang nur für die Arbeitskraftabsicherung). Auch den überwiegenden Teil der Kapitalanlage und den Vertrieb übernehmen die Konsorten. Innerhalb der Kapitalanlage gibt es aber auch ein exklusiv für die Metallrente von Allianz Global Investors aufgelegtes und verwaltetes Metallrente-Fondsportfolio. „Über die strategische Kapitalanlage wird zweimal jährlich in unserem Kapitalanlageausschuss, dem auch Vertreter von IG Metall und Gesamtmetall angehören, entschieden“, heißt es bei der Metallrente. Alle Entscheidungen, die den Metall-Pensionsfonds und das Fondsportfolio betreffen, lägen vollständig beim Versorgungswerk und den beiden Sozialpartnern. „Unsere Kapitalanlage bleibt langfristig ausgelegt und dementsprechend typischerweise nicht taktisch motiviert“, sagt Müllerleile auf Nachfrage. Außerdem nannte die Metallrente einige Eckdaten zum Metall-Pensionsfonds. In der Kapitalanlage fährt er drei Strategien: Dynamik (bis zum Alter von 57 Jahren), Balance (bis 60) und Sicherheit (bis Renteneintritt). Die Anlage erfolgt im Metallrente-Fondsportfolio, in Rentenpapieren und in einem Sicherungsprodukt, das sich aus Deckungsmitteln der Allianz Leben bildet.

Seit dem Start 2003 hat der Metall-Pensionsfonds in der Anlagestrategie „Dynamik“ durchschnittlich 4,9 Prozent Rendite pro Jahr erzielt. Der Pensionsfonds verbindet eine 100-Prozent-Beitragsgarantie mit Aktien- und Fondsinvestments im Metallrente-Fondsportfolio. Die Neuabschlüsse beliefen sich 2025 auf insgesamt 12.808 Verträge und „stabilisieren sich, nach den außergewöhnlich hohen Jahren 2022 und 2023 auf hohem Niveau“, so Müllerleile. Die Metallrente setzt im Pensionsfonds weiter auf die BZML, um den arbeitsrechtlichen Zusagen im Tarifvertrag zu entsprechen. Zu Rentenbeginn stehen mindestens die eingezahlten Beiträge zur Verfügung.

Dennoch fürchten laut einer von Metallrente in Auftrag gegebenen Studie „Jugend, Vorsorge, Finanzen“ 75 Prozent der 2.500 Befragten Altersarmut, bei den jungen Frauen bis 27 sind es sogar 82 Prozent. „In Dialog-Konferenzen mit jungen Leuten, Politikern und Entscheidungsträgern wollen wir Unsicherheiten abbauen, eine generationengerechte Altersversorgung voranbringen, vernetzen und Brücken bauen“, so Kerstin Schminke. Wie nötig der Dialog auch mit Arbeitgebern

ist, zeigt eine Untersuchung zum Pension-Gap von bAV-Consultant Cordula Vis-Paulus. Sechs Prozent Gender Pay Gap wachsen bis zur Rente auf 42 Prozent Pension Gap an. „So viel bekommen Männer mehr an Rente als Frauen, daher bleibt Equal Pay bislang nur eine halbe Sache“, betont Beraterin Vis-Paulus. Ihre Umfrage unter Führungskräften zeigt: 73 Prozent sehen die Unternehmen in der Verantwortung für faire Renten, doch 53 Prozent der Führungskräfte kennen die richtigen Stellhebel dafür nicht, die da vor allem sind: gleiche Bezahlung, Information, bAV auch während der Elternzeit und flexible Arbeitszeitmodelle.

Die Klinikrente, die sich als zweitgrößtes Versorgungswerk Deutschlands nach der Metallrente sieht, hat ebenfalls für 2025 Zuwachs in der bAV vermeldet. Rund 8.100 Menschen kamen neu hinzu, 2024 lag der Zuwachs bei 8.800. Inzwischen sind 6.780 Krankenhäuser, Reha- und Pflegeeinrichtungen sowie ambulante Unternehmen Mitglied im Versorgungswerk. Anders als in Krankenhäusern, wo durch den hohen Verbreitungsgrad der Zusatzversorgung (VBL, kommunale Zusatzversorgungskassen, kirchliche Zusatzversorgung) überdurchschnittlich gute bAV besteht, „haben viele ambulante Einrichtungen erheblichen Nachholbedarf und entschieden sich stärker für den Branchenstandard Klinikrente“, beobachtet Geschäftsführer Adrian Santoro. Von den über 370 neu beigetretenen Unternehmen stammten rund 60 Prozent aus dem ambulanten Bereich.

Knapp zwei Drittel der Neuverträge machen bAV-Policen in Form von Direktversicherungen und U-Kassen aus, während mit 5.000 Neuverträgen fast doppelt so viele Policen wie 2024 der Arbeitskraftabsicherung dienen. Im Bestand waren Ende 2025 über 144.000 versicherte Personen, davon mehr als 105.500 in der bAV. Die Klinikrente war 2002 auf Initiative des Bundesverbands Deutscher Privatkliniken entstanden. 2025 wurden im Schnitt 1.325 Euro pro Jahr und Arbeitnehmer in der bAV angespart. Und wie bei der Metallrente gibt es 2026 wieder 3,5 Prozent Gesamtverzinsung in der Direktversicherung und 3,6 Prozent in der U-Kasse.

Entwicklung der Metallrente von 2021 bis 2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Altersvorsorge					
Verträge im Bestand (Stück)	859.790	907.353	946.710	978.840	999.031
Neuverträge (Stück)	56.722	69.264	62.616	60.647	48.976
Neubeiträge (in Mio. Euro)	72,08	75,17	76,42	78,51	65,78
Durchschnittsbeitrag (in Euro)	1.218	1.214	1.222	1.236	1.257
Arbeitskraftabsicherung					
Verträge im Bestand (Stück)	139.302	142.629	138.034	141.689	145.437
Neuverträge (Stück)	16.871	8.760	6.609	5.277	11.904
Gesamtbestand Verträge (Stück)	999.092	1.049.982	1.084.744	1.120.529	1.144.468

Quelle: Metallrente; © portfolio institutionell



Der graue Farbton von olivgrün

Dr. Jörg Mayer unterweist Patrick Eisele sowohl in Waffenkunde als auch in Pazifismus. Auch die evangelische Kirche sieht aufgrund der staatlichen Schutzpflicht die Notwendigkeit, Deutschland militärisch aufzurüsten. Trotz des Sicherheitsaspekts verweigert die Kirche jedoch einem Nachhaltigkeitsstempel für Rüstungsgüter den Segen. Die eigene Kapitalanlage bleibt somit eine waffenfreie Zone. Warum Aktien und Anleihen von Rüstungsunternehmen nicht nachhaltig sind, wie man mit der Dual-Use-Thematik umgeht und was der Unterschied von Pax und Shalom ist, lesen Sie in folgendem Interview.

Herr Dr. Mayer, der Blick auf den Rüstungssektor hat sich mit dem russischen Angriffskrieg verändert. Waffen ermöglichen Verteidigung und damit Sicherheit. Nachhaltige Anleger wie Kirchen tun sich naturgemäß mit dieser Entwicklung schwer. Dabei finden sich selbst in der Bibel Stellen, in denen Rüstungsgüter als Sicherheits-Metapher dienen: So rät Paulus den Ephesern, zum Schild des Glaubens zu greifen und den Helm des Heils zu nehmen. Ja, Helme und Schilder dienen der Verteidigung. Aber für alle ethischen Fragen gilt, dass sich diese nicht mit einzelnen

Bibelstellen beantworten lassen. Schauen wir ins Neue Testament, dann findet man dort die Bergpredigt. In dieser setzt Jesus nicht auf Waffen, sondern empfiehlt andere Kräfte, nämlich die der Liebe und der Gewaltfreiheit. In der Bergpredigt fordert Jesus keine Vergeltung, sondern sehr herausfordernde Dinge wie Feindesliebe sowie den gewaltlosen Umgang mit anderen.

Von Feindesliebe dürften beispielsweise die Ukrainer wenig überzeugt sein.

Man darf die Bergpredigt nicht als einen Aufruf zur Passivität verstehen. Die Berg-

predigt steht auch für den Versuch, der Spirale von Gewalt entgegenzuwirken und diese zu durchbrechen.

Richtig ist aber, dass dieser Ansatz der Ukraine derzeit nicht hilft. Selbstverteidigung ist absolut zulässig. Meiner Meinung nach gelingt in der im vergangenen Jahr veröffentlichten neuen Friedensdenkschrift der Evangelischen Kirche in Deutschland, EKD, diese Differenzierung sehr gut.

Die Denkschrift „Welt in Unordnung – Gerechter Friede im Blick“ fordert durchaus auf, sich von einem Pazifismus, der von vollständiger Gewaltfreiheit ausgeht und an dem einige – wie auch ich – lange festgehalten haben, sich ein Stück weit zu verabschieden. Ziel muss ein gerechter Frieden sein. Um diesen zu erreichen, muss man sich verteidigen können und das funktioniert nicht ohne Waffen. Militärische Gewalt als rechtserhaltende Gewalt kann rechtlich und ethisch legitim sein.

Die im Herbst des vergangenen Jahres veröffentlichte sehr lesenswerte Friedensdenkschrift der Evangelischen Kirche in Deutschland schlägt eine Brücke zwischen dem christlichen Ideal der Gewaltfreiheit sowie politischer Verantwortung und zielt auf einen gerechten Frieden ab. Dieser könne jedoch nur da gedeihen, wo es auch eine gerechte Ordnung gibt. Ist diese bedroht, kann es laut der Denkschrift sein, dass sie gegen Angriffe geschützt werden muss. Unter anderem setzt sich die Denkschrift auch mit Themenfeldern wie der nuklearen Abschreckung und Rüstungsexporten auseinander.

Mit diesen Themen hat sich auch **Dr. Jörg Mayer** intensiv auseinandergesetzt. Er ist seit 2010 Leiter der Finanzabteilung der Evangelisch-lutherischen Landeskirche in Braunschweig. Zudem ist er Vorsitzender des Vorstandes des Arbeitskreises kirchlicher Investoren der Evangelischen Kirche in Deutschland, der den Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlage herausgibt, und ehemaliger Pazifist.

Wie wird ein Frieden gerecht?

Zwei Friedensbegriffe sind zu differenzieren: Es gibt den lateinischen Begriff Pax. Pax beschreibt Frieden als Abwesenheit von Krieg oder die Situation, wenn die Waffen schweigen. Historisch findet sich dieses Begriffsverständnis in der Pax Romana. Der hebräische Begriff Shalom steht dagegen für Wohlergehen, Gerechtigkeit sowie Heil und steht für mich für das, was die Denkschrift als gerechten Frieden bezeichnet.

Vorübergehend kann es gerechtfertigt sein, nach Pax zu streben – auch mit Waffeneinsatz. Die Denkschrift sehnt sich aber nach Shalom. Shalom ist für uns der anzustrebende Gleichgewichtszustand.

Wenn wir nicht 2000 Jahre, sondern nur bis Anfang 2022 zurückblicken: Damals schlossen viele institutionelle Anleger kontroverse, nicht aber konventionelle Waffen aus. Sind letztere nun sogar nachhaltig, wenn Selbstverteidigung möglich sein muss?

In einer ethischen Abwägung kommen wir schnell zu dem Ergebnis, dass die Verteidigung gegen einen Angriff legitim ist und hierfür Waffen zur Verfügung stehen müssen. Es kann begründbar und legitim sein, Waffen zu haben, weil sie notwendig sind. Davon zu unterscheiden ist die Frage, ob ich es als Anleger mit meinem Gewissen vereinbaren kann, am Gewinn von Waffenproduzenten in Form von Dividenden, Zinsen oder Kursgewinnen zu partizipieren oder nicht – so formulierten wir es als Arbeitskreis kirchlicher Investoren in der EKD in unserem „Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlage in der Evangelischen Kirche“.

Nachhaltig sind Waffen beziehungsweise deren Hersteller nicht. Gegen deren Nachhaltigkeits-Einstufung spricht schon das Do-no-significant-harm-Prinzip der EU-Taxonomie. Schließlich erzeugt der Waffeneinsatz wesentliche Nebeneffekte, die genau diesem Prinzip widersprechen: Waffen töten Menschen und zerstören Natur- sowie Wirtschaftsgüter. Waffen stehen in einem unauf löslichen Widerspruch zu Nachhaltigkeit. Da wir als evangelische Kirchen ethisch-nachhaltige Finanzanleger sind, kommen wir zu dem Ergebnis, dass wir nicht in Waffen investieren wollen.

Für die Verteidigung braucht es aber jetzt nicht nur Rüstung, sondern eine gewaltige Aufrüstung – und die ist zu finanzieren!

Es gibt nicht nur einen nachhaltigen Refinanzierungsmarkt. Unternehmen wie Rheinmetall haben keinerlei Probleme mit der Refinanzierung ihrer Geschäftstätigkeit. Sie sind nicht auf kirchliche Gelder oder nachhaltige Finanzprodukte angewiesen. Deshalb unterstützen wir auch nicht die Bemühungen, Rüstungsunternehmen mit einem Nachhaltigkeitsstempel zu versehen. Grundsätzlich ist Verteidigung sowie Sicherheit nach innen und außen aus unserer Sicht eine öffentliche Aufgabe, ein öffentliches Gut. Für deren Finanzierung gibt es Steuereinnahmen. Der Staat kann sich auch durch die Emission von Anleihen verschulden, um die Bundeswehr auszustatten.

Als Kirche sind für uns Anleihen von demokratischen Staaten investierbar, die keinen Angriffskrieg vorbereiten. Ein demokratischer Staat hat kein Interesse,

Olivgrün hat einen sehr grauen Farbton. Man könnte pro Nachhaltigkeit von deutschen Bundesanleihen argumentieren, dass nach Artikel 26 des Grundgesetzes ein Angriffskrieg verfassungswidrig ist und unter Strafe steht. Andererseits können wir nicht ausschließen, dass Deutschland Waffen der Bundeswehr auch einmal an Drittstaaten weitergibt und diese die Waffen in Kampfgebieten einsetzen, wo wir sie nicht sehen wollen. Oder die Empfängerländer reichen die Waffen wiederum weiter. Es gibt hier keine saubere Lösung.

Die Ukraine ist allerdings auf Waffenlieferungen angewiesen.

Die EKD-Denkschrift differenziert auch bei der Frage von Waffenlieferungen und sagt, dass Waffenlieferungen unter entsprechender Abwägung verschiedener Aspekte begründbar sein können. Die strikte Ablehnung von Waffenlieferungen in der Vergangenheit wurde aufgeweicht.

„Wir können nicht für den Frieden beten und als Aktionär eines Waffenherstellers auf Krieg hoffen.“

Gewalt anzuwenden und seine Ressourcen zu gefährden. Kriegerische Auseinandersetzungen sind dagegen positiv für die Geschäftsentwicklung von Rüstungsunternehmen. Sobald geschossen wird, steigen die Aktienkurse von Rüstungsunternehmen. Und werden Friedensverhandlungen realistisch, fallen die Kurse wieder. Wir als Kirche können nicht am Sonntag für den Frieden beten und unter der Woche als Aktionär eines Waffenherstellers auf möglichst viele kriegerische Auseinandersetzungen hoffen. Rüstungsunternehmen sind für Kirchen kein investierbarer Sektor.

Wenn Verteidigung eine öffentliche Aufgabe ist, sind dann Anleihen von aufrüstenden Staaten nachhaltig? Ist Olivgrün auch grün?

Gerade im Fall der Ukraine ist zu erkennen, dass die wesentlichen Ziele der Denkschrift massiv bedroht sind: Für einen gerechten Frieden braucht es Schutz vor Gewalt, Förderung von Freiheit, Abbau von Ungleichheiten und einen friedensfördernden Umgang mit Pluralität. Zu diesen vier Punkten steht der russische Angriff völlig konträr. Insofern kann es begründbar sein, dass die Bundesrepublik Deutschland Waffen an die Ukraine liefert.

Waffen können aber nicht nur der Verteidigung dienen ...

Das ist die Gefahr! Für solche ethischen Fragestellungen gibt es keine einfachen Antworten. Mitunter lieferte man Waffen vor Jahren in Länder, die damals unseren

Vorstellungen von Friedfertigkeit und Rechtsstaatlichkeit näherstanden als heute. Wie erwähnt könnten die Empfängerländer die Waffen auch wiederum weiterreichen.

Han-ETF hat die Lösung mit dem Future of European Defence Ucits ETF. Dieser soll ein verantwortliches Engagement in ausschließlich die Verteidigungs- und Cyberverteidigungsausgaben der Nato-Mitglieder ohne die USA bieten. Ihre Bedenken dürften sich jedoch nicht nur darauf beziehen, dass die Anzahl der Titel nur bei 26 liegt und die Top Ten auf fast 80 Prozent des Volumens kommen?

Auch ein Staat wie beispielsweise die Türkei ist Mitglied der Nato. Türkisches Militär übte lange Zeit Gewalt in Syrien aus und hat die kurdischen Milizen bekämpft, die mit Unterstützung der USA und anderen den Diktator Baschar al-Assad gestürzt haben. Da war die Nato im Konflikt mit der Nato.

Wie gehen Sie mit der Dual-Use-Thematik um? Die Produktion von Drohnen boomt und man kann an diese Kameras oder auch Sprengstoff montieren.

Dual Use ist immer im Einzelfall zu prüfen und dafür braucht man als Anleger eine spezialisierte Begleitung von entsprechenden Dienstleistern. Komplex ist gerade bei Drohnen, wenn diese mit autonomen Waffensystemen bestückt sind und der Mensch nicht mehr die letzte Entscheidung über den Einsatz der Waffe hat. Ich halte voll autonome Systeme in der ethischen Abwägung für durchaus problematischer als beispielsweise einen Panzereinsatz.

Die evangelische Kirche ist sehr vielschichtig. Konnte man alle Strömungen hinter der Friedens-Denkschrift versammeln?

Die Mitgliederversammlung des Arbeitskreis Kirchlicher Investoren, AKI, steht hinter der Entscheidung, dass wir nicht in Rüstungsunternehmen investieren wollen. Konkret schließen wir seit 2023 alle Unternehmen aus unseren Finanzanlagen aus, die mehr als fünf Prozent ihres Umsatzes mit Rüstungsgüter erzielen. Zuvor lag die Grenze bei zehn Prozent. Grundsätzlich ausgeschlossen sind Unternehmen, die geächtete Waffen oder Atomwaffen herstellen.

Die allermeisten können sich auch hinter der Denkschrift versammeln, aber natürlich wird diese intensiv diskutiert. Wer beispielsweise aus klassisch-pazifistisch geprägten Friedensgruppen kommt, tut sich damit schwer, dass der Besitz von Atomwaffen – auch wenn deren Einsatz unter allen Umständen verwerflich ist – sicherheitspolitisch geboten sein kann. Das ist ein ethisches Dilemma. Auf jeden Fall haben wir mit der Denkschrift eine gute Diskussions- und Argumentationsgrundlage.

Könnten sich auch die Katholiken hinter der Denkschrift versammeln?

Wir haben einen guten Austausch auf Ebene der Finanzdirektoren oder Finanzreferenten zwischen beiden Konfessionen. Ich habe den Eindruck, dass wir bei vielen ethischen Themen nicht weit auseinanderliegen. Die Orientierungshilfe der Deutschen Bischofskonferenz unterscheidet sich nur wenig vom Leitfaden der Evangelischen Kirche. Der Abstimmungsgrad mag innerhalb der katholischen Kirche etwas geringer sein.

Finden sich unterschiedliche Nachhaltigkeitsauffassungen eher zwischen Finanzdirektoren der Kirche und den Vorständen von kirchlichen Zusatzversorgungskassen? Diese hätten vermutlich gern an den Rallies der Sektoren Verteidigung oder fossiler Energie partizipiert.

Kirchliche Altersvorsorgeeinrichtungen haben sich gegenüber ihren Mitgliedern und Kunden verpflichtet, deren Versorgung oder Zusatzrente auf Dauer und langfristig zu sichern. Als AKI-Mitglieder legen die kirchlichen Altersvorsorgeeinrichtungen ebenfalls nachhaltig an und hatten es in den vergangenen Jahren schwerer, mit der Marktperformance mitzuhalten. Wir als Evangelisch-lutherische Landeskirche in Braunschweig können auch eher in Nischen unterwegs sein als eine milliardenschwere Altersvorsorgeeinrichtung.

Andererseits hilft es auch nichts, sich wie der amerikanische Präsident in Sachen fossiler Energie gewissen Realitäten wie dem Klimawandel zu verweigern. Dieser ist in Langfriststrategien zu berücksichtigen.

Ist in der evangelischen Kirche die Gruppe der Pazifisten geschrumpft?

Ja. Auch mir hat Putin den Pazifismus ausgetrieben. Die deutsche Geschichte enthält ebenfalls die Lehre, dass friedfertiges Handeln einen Aggressor motivieren kann: Im März 1936 sind auf Befehl Hitlers 30.000 Wehrmachtssoldaten ins entmilitarisierte Rheinland einmarschiert. Diesen Bruch des Versailler Vertrags ließ Frankreich geschehen. Viele Historiker sind sich einig, dass eine militärische Reaktion der Westmächte aufgrund ihrer Übermacht zu einem schmachvollen Rückzug der Wehrmacht geführt hätte. Dieser Prestigeerfolg der „Rheinlandbesetzung“ dürfte Hitler in den Folgejahren bestärkt haben, weitere Expansionspläne zu verfolgen.

Wie auch das Beispiel der Ukraine zeigt, kann der Verzicht auf Abschreckung einen Aggressor motivieren. Ich bin der Auffassung, dass wir eine funktionsfähige Bundeswehr brauchen.

Braucht es militärische Gewalt, um zu verhindern, dass Iran Atombomben baut?

Offenbar ist es trotz tagelangem Bombardement nicht gelungen, das Atomprogramm des Irans oder das Regime „auszuschalten“. Es besteht die Gefahr, dass die US-Angriffe zu einem Flächenbrand und zu einer Fanatisierung von hunderttausenden Kämpfern führen, die vom Kampf gegen den „großen Satan“ besessen sind. In diesem Konflikt haben kirchliche Investoren nichts verloren.

Wo steht die Russisch-Orthodoxe Kirche?

In Deutschland gab es einen Pakt zwischen dem nationalsozialistischen Staat und Teilen der evangelischen Kirche. Mit direkten Vergleichen sollte man vorsichtig sein, aber der Pakt zwischen der Russisch-Orthodoxen Kirche und dem russischen Staat weckt sehr negative Assoziationen. Auch in den Vereinigten Staaten würde ich mir mehr Distanz zwischen einzelnen Kirchen und der US-Regierung wünschen, welche sich durch die fundamentalistische Auslegung der Bibel autorisiert sieht. Allerdings sind die Kirchen in den USA, wie auch ebenfalls die gesamte Gesellschaft, sehr heterogen.

INFRASTRUKTUR ALLES WIRD ANDERS

Eigentlich sind Private Markets ziemlich klar sortiert in hochrentierliches Private Equity, in stabile und diversifizierende Infrastruktur-Assets sowie in besicherte und inflationsgeschützte Private-Debt-Cashflows. Im Infrastruktur-Universum tummeln sich aber immer häufiger Private-Equity-Manager und Immobilienobjekte. Weiter demonstrieren einige klassische Asset Manager mit Übernahmen von Private-Markets-Spezialisten ihre alternativen Ambitionen. Denkt man diese Entwicklung der sich aufweichenden Grenzen weiter, ist man schnell bei einem Private-Markets-Dachfonds.

Bild: Stockphoto



Über diese Entwicklungen berichten wir in unserer Titelgeschichte – und darüber, wie Investoren in diesem Umfeld noch ihre ursprünglichen Investmentziele erreichen können. Zu diesen zählen in der Regel Diversifikation innerhalb des Private-Markets-Spektrums, Top-Quartile-Renditen, stabile Bewertungen, regelmäßige Ausschüttungen und im Idealfall noch Impacts. Wie immer ist die Asset-Manager-Selektion von großer Relevanz, aber auch hier ist es wichtig zu berücksichtigen, wie sich diese Verwalter und die Märkte verändern könnten. Denn: Alles wird anders!

Auf der Suche nach Diversifikation und Kundennutzen

Von Patrick Eisele

Anleger bleiben gegenüber Infrastruktur sehr aufgeschlossen. Trotzdem fällt den Anbietern aus verschiedenen Gründen das Fundraising schwer. Ein Grund für die Zurückhaltung: Die Asset-Klasse ist weniger sortenrein als früher. Neben Datacentern spielt die Musik vor allem in der Energy Transition.

Infrastruktur ist und bleibt der Investoren-Darling unter den Asset-Klassen. Wie Daten des BAI Investor Survey 2025 unter deutschen Versicherungsunternehmen zeigen, planen 38 Prozent der Befragten auf der Equity-Seite ihre Allokation weiter zu erhöhen. Nur acht Prozent denken an eine Reduzierung. Auf der Debt-Seite planen sogar 62 Prozent ihre Investitionen auszubauen und null Prozent wollen reduzieren. Im global angelegten Large Asset Owner Barometer von Mercer plant jeder zweite eine Erhöhung von Infrastruktur, womit diese Asset-Klasse den höchsten Zuspruch erhielt. Nur vier Prozent der Großanleger hegen Reduktionspläne.

Zum Leidwesen von Infrastruktur-Managern spiegeln diese beiden sowie auch andere Umfragen aber offenbar eher die relative Aufgeschlossenheit der Anleger gegenüber Infrastruktur wider. Das Fundraising erweist sich nämlich als durchaus zäh. Wie auf dem großen Infrastructure Investor Global Summit Ende März in Berlin von verschiedenen Anbietern zu erfahren war, ist das Geld einsammeln eher langwierig – obwohl Infrastruktur als Asset-Klasse anders als Immobilien oder Private Equity keine größeren Probleme mit sich rumschleppt. Die Stimmung war auf dem globalen Gipfeltreffen der Infrastrukturgrößen zwar nicht so depressiv wie zuletzt auf der Expo Real oder angespannt wie auf der Superreturn, jedoch eher verhalten. Für die absehbare Zukunft

spricht auch trotz des großen Investitionsbedarfs in Energiewende oder Digitalisierung wenig dafür, dass LPs den GPs die Zeichnungsscheine aus der Hand reißen.

Grundsätzliches Interesse von LPs und GPs besteht am deutschen Markt. „Der offensichtliche Bedarf an einer besseren Infrastruktur und das AAA-Rating machen Deutschland sehr attraktiv“, äußerte beispielsweise Deepa Bharadwaj, Head of Infrastructure Europe bei IFM Investors. „Die Suche nach risikoadäquaten Renditen fällt aber nicht immer leicht. Außerdem sind die Genehmigungsverfahren in Deutschland sehr kompliziert.“ Die globale Infrastruktur Investmentstrategie von IFM verfolgt stabile risikoadäquate Eigenkapitalrenditen für ihre Infrastrukturinvestitionen und muss die in Deutschland erzielbaren Renditen auch im internationalen Vergleich abwägen. Besonderes Merkmal von IFM ist, dass sich der Asset Manager im Besitz von 16 australischen und britischen Pensionskassen befindet.

Ein Grund für die Zurückhaltung der Anleger ist, dass die Exit-Problematik von Private Equity auch auf Infrastruktur abfärbt. „Die Erfahrungen mit Private Equity mahnen, dass man auch in Infrastruktur mit sich ändernden Rahmenbedingungen rechnen sollte. Die Entwicklung bei Private Equity ist auch eine Erklärung, warum Anleger auf anderen Privatmärkten etwas vorsichtiger agieren“, sagte Verena Kempe, Head of Investment Management beim Kenfo, in einer der Diskussionsrunden. In der gleichen Runde führte Amarik Ubhi, Senior Portfolio Manager Real Assets bei der britischen Border to Coast Pensions Partnership, gleich den gesamten Kapitalmarkt und die dort aktuell herrschende Volatilität und Unsicherheit als Hemmnisse an. „Investments in Infrastruktur

erfordern langfristige Entscheidungen, für die es Vertrauen braucht.“ Zudem, so Ubhi, erschweren demographische Effekte vielen Pensionsfonds langfristige Commitments.

Was Zusagen von Anlegern ebenfalls wenig beflügelt, sind Entwicklungen bei den beiden aktuell größten Infra-Themen Digitalisierung und Energy Transition. Unsicherheit besteht darüber, ob der Run auf Rechenzentren auf einem AI-Boom oder -Hype beruht und die Bewertungen sich einmal als zu ambitioniert erweisen könnten. Und ob Data Center doch kein Core Infrastructure, sondern vielmehr Teil von Real Estate sind. Zudem erwiesen sich Glasfaser-Investments in Deutschland insgesamt auch noch nicht als besonders erfolgreich. Investitionen in die Energy Transition wiederum sind deutlich komplexer als in die reine Grünstrom-Erzeugung. Negative Strompreise, schwedische Baseload-PPAs oder spanische Projektrisiken, bei denen der erzielbare Strompreis dann unterhalb der Entwicklungskosten liegt, machten in der jüngeren Vergangenheit einen Strich durch die Renditerechnung.

Grundsätzlich erfolgversprechend ist auch in Energieinfrastruktur ein antizyklisches Vorgehen – beispielsweise bei den Energiepreisen. „Wir sind im Januar geopolitisch bedingt davon ausgegangen, dass die Preise für Energie steigen, und haben aus diesem Grund gezielt in Finnland Merchant-Risiken aufgebaut“, so Dr. Peter Brodehser, Partner Infrastructure Investments bei der DWS. „Jetzt geht es darum, zu entscheiden, wie lange wir diese Merchant-Preise in unserem Portfolio wirken lassen möchten und ob gegebenenfalls zu einem späteren Zeitpunkt ein Power Purchase Agreement attraktiv sein kann.“

Im Vordergrund steht bei der Energiewende in der Regel jedoch mehr und mehr der Transitions- als der reine Produktionsgedanke. „Im Mittelpunkt muss das Verständnis des Gesamtsystems stehen“, mahnte Delphine Voeltzel vom kanadischen Pensionsfonds Omers. Dies beinhaltet für Voeltzel, dass zur Netunterstützung mehr Flexibilität durch Batteriespeicher oder mehr sogenannte Behind-the-meter-Infrastruktur benötigt werden – und auch weitere Energieträger, mit denen sich deutsche Anleger in der Regel schwertun. „Außer Renewables braucht es für die absehbare Zukunft auch Gas und Atomstrom als saubere Baseload-Energie“, so Voeltzel. Omers ist Miteigentümer von Bruce Power, eines der weltweit größten Atomkraftwerke. Neben Flexibilität, Dekarbonisierung und Zuverlässigkeit zählt zudem der Faktor Bezahlbarkeit zur ganzheitlichen Betrachtung des Energiesystems. „Die Bezahlbarkeit der Energiewende ist für Regulierer und Regierungen eine große Herausforderung.“

Eine ganzheitliche Systembetrachtung bei Energy-Transition-Investments haben auch andere angelsächsische Investoren verinnerlicht. „Die Bezahlbarkeit wird in vielen Ländern zunehmend zu einem Problem. Die Frage ist, wie der Regulierer auf steigende Preise reagiert“, erklärte Petya Nikolova, Deputy CIO & Head of

Infrastructure Investments, New York City Retirement System. Katja Romashkan, Portfolio Manager Infrastructure bei der australischen Vorsorgeeinrichtung Aware Super, sagte auf dem Panel: „Energy Transition ist für uns ein großes Thema, bei dem es nun von Core-Investments in Renewables hin zu Speichern gehen muss.“ Dabei habe man einen Fokus auf Value-add-Ansätze.

Was ausländische Investoren neben Ganzheitlichkeit und Bezahlbarkeit ebenfalls im Fokus haben, sind Energiesicherheit und Energieunabhängigkeit. „Security“ und „Independence“ sind beispielsweise für Bianca Ziccarelli vom Canada Pension Plan neben der Wirtschaftlichkeit „insbesondere in Europa heute die Haupttreiber. Anders als früher sind es nicht mehr Dekarbonisierungsziele.“ Security und Independence dürften auch mehr auf einer ganzheitlichen Energiemarkt-Denke basieren als eine reine Dekarbonisierung, die primär auf mehr Grünstrom-Produktion abzielt.

Auch diese kanadische Pensionseinrichtung beschäftigt sich darum nicht mehr allein mit erneuerbaren Energieträgern. „Renewables sind das Rückgrat. Man muss aber auch Angebotslücken mit Batterien überbrücken können und es braucht zudem noch Gas“, erklärte Ziccarelli. Zustimmung bekommt sie von ihren Co-Panelisten Marc-Philippe Botte von Omnes Capital und Cristóbal Santa Cruz von Qualitas Energy. „Das Geschäftsmodell der Renewables muss sich ändern. Das Produkt muss für den Stromkunden Sinn machen. Der Ansatz der Vergangenheit, dass der Abnehmer den Strom mitsamt verbundenen Problemen nehmen soll, funktioniert nicht mehr. Ein Teil der Antwort kann die Hybridisierung sein“, so Botte. Gemeint ist mit Letzterem die Kombination von Wind und PV an einem Standort, womit sich ein stabileres Stromangebot ergibt. Santa Cruz sagte, dass es heute um ein „Quality Game“ geht, und: „Es reicht nicht, günstigen Grünstrom anzubieten. Der muss auch zum richtigen Zeitpunkt kommen. Wir sind nun auf einem



Bild: PEI/Ian Tuttle

Amarik Ubhi warnt, dass mit sich vermischenden Private Markets Infrastruktur den SAA-Kontext verfehlt.

Nachfragemarkt und das ist ein großer Gamechanger.“ Dem stimmt Bianca Zicarelli vom Canada Pension Plan zu: „Lösungen für den Kunden müssen an erster Stelle stehen. Dafür braucht es auch ein Umdenken bei den Entwicklern.“

Eine ganzheitliche Sichtweise ist selbstredend auch deutschen Anlegern nicht fremd. „Investments erfolgen zwar immer auf Einzelobjektbasis. Bei der Energiewende ist jedoch immer auf das Gesamtsystem zu achten“, so Christoph Holzer, Co-Head Infrastructure Direct Equity Investments Munich bei Allianz Global Investors. Im Falle der Allianz und deren Inter-Konnektor-Investment geschieht das nicht nur innerhalb eines Strommarkts, sondern sogar zwischen Strommärkten – und dies mit großem zeitlichem Vorlauf. „Unsere Nordsee-Netzprojektgesellschaft Neu-Connect, der erste und noch dazu privat-finanzierte Gleichstrom-Inter-Konnektor zwischen Deutschland und Großbritannien, wurde 2018 gegründet. 2028 soll die Stromverbindung operativ sein und auf beiden Strommärkten für mehr Flexibilität sorgen.“ Keinen Einfluss auf die Nutzung der Unterwasser-Verbindung haben aus Gesamtsystem-Sicht Batteriespeicher. „Batterien sind zu Neu-Connect komplementär. Sie haben andere Dimensionen und kommen an Knotenpunkten als dezentrale Puffer zum Einsatz“, erläuterte Holzer. Im März gab Allianz Global Investors sowohl bekannt, dass man in die Entwicklung von Batteriespeichern in Deutschland investiert, als auch eine Miteigentümerschaft am Übertragungsnetzbetreiber Amprion.

Mehr Komplexität, mehr Private Equity, mehr Real Estate

Mit Anforderungen, die über den reinen CO₂-Gedanken hinausgehen, steigt die Komplexität. Giselher Kühne von Advace erinnert, dass die niedrigen Zinsen in der Vergangenheit dazu beitrugen, dass viel institutionelles Kapital in PV- und Windprojekte floss, und dabei, wie der Experte anmerkt, „hoher Platzierungsdruck häufig zu Ankaufpreisen führte, die zu hoch und nicht risikoadäquat waren“. Der -Ausbau von Erzeugungskapazität führte wiederum zu einem erhöhten Bedarf an Flexibilisierungsmaßnahmen. „Wir stehen also an einem wichtigen Wendepunkt und die Charakteristik der kommenden Marktphase im europäischen Energiemarkt zeigt ein deutlich breiteres und komplexeres Projekt- und Technologiespektrum“, erläutert Kühne. „Die gezielte und sorgfältige Auswahl und (Risiko-) Diversifikation der Assets für ein Portfolio, das heißt die Frage, welche Technologie, mit welchem Nutzungs- und Korrelationsprofil, an welchem Standort, mit welcher Vergütungsstruktur, über welchen Zeitraum, mit welchen Counterparts et cetera aus Einzelprojekt-, aber insbesondere aus Portfoliosicht, bekommt einen noch höheren Stellenwert.“

Mit zunehmender Komplexität geht auch ein zunehmender Private-Equity-Touch einher. Fraglich, ob es für Infrastrukturanleger ein touch too much ist, wenn Anbieter aus dem Private-Equity- oder auch Real-Estate-Universum aus Fundraising-Frustration ihre

Liebe zu Infrastruktur entdecken. Assets wie Logistik oder Rechenzentren kann man Infrastruktur-Charakteristika bescheinigen, stammen aber eigentlich aus dem Immobilienbereich. Dies gilt auch für soziale Infrastruktur. Zudem erinnert der Ansatz, Plattformen zu bilden und zu skalieren, stark an klassisches Private Equity Toolset. In einer Umfrage auf der Konferenz nannten die Befragten mehrheitlich die Jagd auf Wachstum beziehungsweise neue Produkte als größte Sorge.

Es sind aber auch klassische Infrastrukturfonds, die vielleicht nicht in neue Asset-Welten aber zumindest in Infrastruktur-Randbereiche aufgebrochen sind. „Fringe Infrastructure“ war auf dem Infrastructure Summit ebenfalls ein Thema. „Die Definition von Infrastruktur hat sich gedehnt. Für etwas mehr Return ging es in den vergangenen Jahren eine Risikostufe höher“, meinte Daniel Lau von Calstrs. Zumindest andiskutiert wurden beispielsweise Krematorien, Agriculture oder Verteidigung. Eine gewisse Vermischung von Infrastruktur mit anderen Private Markets muss nicht grundsätzlich schlecht sein. Mit dieser steigt die Diversifikation innerhalb der Asset-Klasse Infrastruktur. Und Batteriespeicher mögen auch wegen Merchant-Risiken nicht zur Kerninfrastruktur zählen, wurden auf der Konferenz aber öfters als Bottleneck der Energy Transition bezeichnet. Auch aus Sicht von Anna Baumbach, Partnerin Palladio Partners, hat sich das Infrastrukturuniversum ausgedehnt – genauso wie das Risikospektrum. Dies muss nicht unbedingt schlecht sein. „Die Entwicklung hin zu Sektoren und Geschäftsmodellen, die traditionell in den Bereich von Private Equity gehören und der entsprechende Einsatz des Private Equity Skillsets sollte normalerweise auch zu höheren Renditen führen. Das bietet wiederum mehr Risiko-Puffer, beziehungsweise mehr Raum für Fehler.“ Mancher im Auditorium dürfte sich bei dieser Aussage an den Versorger Thames Water erinnern haben, der als Inbegriff von Core Infrastructure auch mangels Sicherheitsmarge in der Finanzierung zum Rohrkrepiere mutierte.

Julia Schiffer von Mercer Alternatives argumentierte, dass bei Infrastruktur-Assets nun – wie bei Private Equity nach der großen Finanzkrise – mehr Arbeit am Asset gefordert sei: „Es funktioniert nicht mehr, ein Infrastruktur-Asset nur zu kaufen, Income zu bekommen und nach zehn Jahren wieder zu verkaufen. Der heutige Markt ist kompetitiver und die Zinssätze sind höher. Darum muss man aktiver managen.“ Schiffer fügte ihre „persönliche Theorie“, hinzu, dass ein Real Asset noch keinen Schutz vor Verlusten darstellt – siehe Immobilien. „Es braucht auch die richtigen Partner!“

Diversifikation kommt vor der Rendite

Nur: Die wesentliche Investmentidee von Infrastruktur liegt für viele Investoren in deren Diversifikationspotential zum Gesamtportfolio. „Je mehr sich Infrastruktur mit Real Estate oder Private Equity vermischt, desto schwieriger fallen uns Allokationen, weil wir nicht mehr die von uns gewünschten Charakteristika

bekommen“, erläuterte Verena Kempe vom Kenfo. Amarik Ubhi von Border to Coast fügt hinzu, dass man den Standpunkt vertreten könnte, dass die Assets nicht interessieren, wenn die Rendite kommt. „Aber in erster Linie geht es uns bei Infrastruktur um Diversifikation und um ein Mehr an Stabilität im Portfolio.“ Dies gelte gerade in diesen volatilen und unsicheren Zeiten. Mit zunehmender Vermischung der Private Markets würde jedoch der SAA-Kontext verfehlt. „Ich war in der Asset-Klasse schon vor der Finanzkrise. Ein mögliches Risiko ist, dass man Lektionen erneut lernen muss.“ Streuen kann man aber nicht nur auf Asset-Ebene. Für Ubhi bietet die Managerebene, selbst bei Strategie-Overlaps, durchaus Diversifikationspotenzial: „Man muss auch auf die Kultur und das GP Business Modell achten. Wir sind hier in einem People Business und in einem longterm Business. Weil es sich um unterschiedliche Menschen und Kulturen handelt, könnten die möglichen Strategieüberschneidungen geringer als erwartet sein.“ Trotz der Asset-Manager-Konsolidierung findet sich für den britischen Experten für Real Assets auf dieser Ebene also noch interessantes Diversifikationspotenzial.

LPs, die mit Infrastruktur die Streuung im Gesamtportfolio verbessern wollen, rät Natasa Kovacevic von CPP Investments auf Asset-Ebene auf eine Kombination folgender Charakteristika zu achten: „Ist die zugrundeliegende Nachfrage essenziell? Werden Kunden auf dieses Asset nicht schnell verzichten, wenn die Wirtschaft schwächelt? Bestehen vertragliche Absicherungen und wenn nicht, sind die Kunden dem Asset eng verbunden? Wenn sich diese Fragen nicht bejahen lassen, dann ist es keine Infrastruktur.“

Beispiel Batteriespeicher: Nuveen entwickelt Batteriespeicher in Italien, Finnland und in den USA. „Die Kosten für Batterien sinken und die Speicherkapazitäten sind von zwei auf vier Stunden gestiegen“, sagte Joost Bergsma, Global Head of Clean Energy bei Nuveen Infrastructure. „Ein Gamechanger wären aber acht Stunden. Dann stünde PV-Strom auch in der Nacht durchgehend zur Verfügung.“ Lukrativer ist für Batteriebesitzer aber, diese kurzfristiger laden und entladen, also öfters günstig ein- und teuer verkaufen zu können. „Die Frage ist aber, wie lange dieses Arbitrage-Modell funktioniert. Für uns als Infrastrukturinvestor ist dieses Geschäftsmodell zu spekulativ“, kommentierte Bergsma diese Merchant-Risiken. „Unsere LPs erwarten stabile Cashflows.“ Der Return sollte dabei im hohen einstelligen Prozentbereich liegen.

Für Asset Manager lautet die Lösung, die der Vermischung der Private Markets vorbeugen soll, „Contracting“. Wenn schon die Assets nicht mehr sortenrein sind, so sollen sie doch durch

entsprechende Vertragsgestaltung und Strukturierung – auch wenn dies Rendite kosten mag – auf Infrastruktur getrimmt werden. Beispielsweise wies Izzet Bensusan, CEO und Gründer von Captana, zunächst darauf hin, dass die Data Center von vor zehn Jahren heute Brennstoffzellen oder Carbon Capture sind, und sagte dann im Originalspruch: „Keep it simple and sizeable. Keep the animal in contracts and do not have too much innovation.“

Einblicke in die Contracting-Praxis gab Mark Gilligan, Head of Infrastructure bei BNP Paribas Asset Management Alts, am Beispiel des größten britischen standalone Batteriespeichers. „75 Prozent der Erlöse sind für zehn Jahre vertraglich abgesichert und indexiert. Dies stabilisiert unsere Erträge. Zudem besteht die Chance auf eine Upside über das Merchant Risk.“ Ein zweites Contracting-Beispiel betrifft den größten Offshore-Windpark Hornsea II, der sich ebenfalls im Portfolio des Asset Managers befindet. „Um möglichen Wind-Verschattungseffekten für unseren Park in Folge eines Zubaus weiterer Windräder vorzubeugen, haben wir mit dem für die Entwicklung weiterer Flächen verantwortlichen Developer Kompensationszahlungen vertraglich ausgehandelt.“ 100%ige Sicherheit können Infrastruktur-LPs aber auch durch Contracting nicht erwarten. „Infrastruktur hat intrinsische Risiken wie Regulierung, Re-Contracting oder auch Preisrisiken. Wir kaufen keine Bonds“, so Gilligan. „Investoren sollten also darauf achten, Quartal für Quartal ihr Kapital zurückzubekommen.“

Gilligan mahnt aber nicht nur zur Vorsicht bei Infrastrukturinvestments, sondern zeigt sich auch optimistisch für die Energiewende. „PV-Module, Windturbinen sowie Batterien sind günstig und Elektroautos werden wettbewerbsfähig. Neben dem Klimawandel treibt nun auch das Streben nach staatlicher Energiesicherheit die Energy Transition an.“ Gilligan gibt zudem noch eine psychologische Hilfestellung: „Diese Technologien tragen dazu bei, einige der größten Herausforderungen des Klimawandels zu adressieren. Es hilft, wenn man sich nicht nur auf die letzten, besonders anspruchsvollen Schritte hin zu ‚Real Zero‘ konzentriert, bei denen Emissionen besonders schwer vermeidbar sind.“

Infrastruktur steht auf Einkaufsliste ganz oben

		Infrastruktur-Equity	Infrastruktur-Debt	Private Equity	Real Estate
Investierte Anleger	2025	79 %	40 %	79 %	73 %
	Zukunft	84 %	46 %	83 %	74 %
Anleger mit Plan, Quote zu erhöhen	54 %	54 %	40 %	9 %
	... senken	8 %	8 %	9 %	42 %

Umfrage unter 107 institutionellen Investoren der DACH-Region im Juli/August 2025

Quelle: BAI Investor Survey 2025, eigene Recherche; © portfolio institutionell

Wachstum um jeden Preis

Von Jochen Hägele

Die gegenseitigen Übernahmen unter Asset Managern nahmen kräftig zu, im Fokus stehen häufig Private-Markets-Firmen. Der Zwang zum Wachstum um jeden Preis hat durchaus potenzielle Vorteile für Investoren. Begeistert sind trotzdem nicht alle.

Durch die Private-Markets-Industrie rollt eine gewaltige Übernahmewelle. Die großen Player am Alternatives-Markt verleiben sich kleinere, meist partnergeführte Konkurrenten, ein. So erweitern sie ihr Angebot, expandieren in neue Anlageklassen und neue Märkte und schrauben ihre volumenabhängigen Einnahmen nach oben. Für Investoren ist das auf den ersten Blick gar nicht so schlecht: Sie haben ohnehin meist eine Präferenz für große und stabile Asset Manager. Doch mit zunehmender Marktkonsolidierung und dem Trend zu großen Alternatives-Supermärkten steigt die Konzentration und die Auswahl dünnt aus.

„Wir sehen eine Konsolidierungswelle bei GPs“, bemerkte kürzlich Verena Kempe, Leiterin Investment Management des Kenfo-Staatsfonds, auf dem Infrastructure Investor Global Summit in Berlin. Eine Folge davon: weniger Auswahl für Investoren. Gar von einem „tektonischen Wandel“ an den Privatmärkten spricht Moonfare in einem Research-Paper. Die Käufer kommen meist, aber nicht immer aus dem Alternatives-Bereich. Vor kurzem übernahm etwa der global agierende Finanz- und Beratungsdienstleister Mercer den spanischen Alternatives-Manager Altamar CAM. Ein paar Monate zuvor hatten die schwedischen EQT Partners den Schweizer Secondaries-Spezialisten Coller Capital geschluckt. Auch unter konventionellen Asset Managern rollt die Konsolidierung: zuletzt mit der Übernahme von Schroders durch Nuveen.

Laurent Capolaghi, Private Equity Leader bei EY, sagt: „Zusammengekommen zeichnen diese Transaktionen ein klares Bild: Private-Equity-Firmen sind nicht länger nur Fondsmanager, sondern entwickeln sich zu diversifizierten Vermögensverwaltern im institutionellen Maßstab.“ Größe sei kein optionaler Faktor mehr, sondern zu einem zentralen Treiber für Relevanz und Wettbewerbsfähigkeit in einem reifenden und zunehmend überfüllten Private-Markets-Umfeld geworden. Für Detlef Mackewicz, Gründer der Beratungsgesellschaft Mackewicz & Partner, steht eine klare Logik hinter der Entwicklung: „Private-Market-Firmen haben hohe Fixkosten etwa für Fundraising, Compliance, Reporting, Technologie.“ Durch Fusionen könnten sie die Kosten pro verwaltetem Euro senken, den Aufwand im Backoffice, IT und Vertrieb bündeln und insgesamt effizienter arbeiten. Hierbei sei auch zu berücksichtigen, dass die Reporting-Anforderungen steigen und ESG, Risikomanagement und Datenplattformen immer komplexer werden. Für ihn ist klar: „Größere Einheiten können die damit verbundenen Investitionen besser bewältigen.“ Dazu kommt: „Größere Plattformen ziehen leichter institutionelle Investoren an und höhere AuM gehen mit stabileren Management Fees einher.“ Zuletzt verbessere sich durch Zukäufe oft die Marktposition im Wettbewerb.

Größe entscheidet

Die Fusion mit größeren Konkurrenten scheint da für viele kleinere GPs nur konsequent. Auch der Bedarf an erheblichen Investitionen in Technologie sowie das Streben nach Skaleneffekten, um dem Margendruck durch sinkende Gebühren entgegenzuwirken, treiben Unternehmen dazu, sich zusammenzuschließen, um wettbewerbsfähig zu bleiben und den steigenden Anforderungen

der Investoren gerecht zu werden. José Luis Molina, CEO von Altamar CAM, erklärte bereits vor zwei Jahren: „Für unser Unternehmen ist es von fundamentaler Bedeutung, einen finanziellen Partner zu haben, um weiter in Technologie zu investieren und unsere Wachstumschancen, geografisch und in Bezug auf unsere Produkte, zu nutzen.“ Damals ging es noch um eine Minderheitsbeteiligung des Private-Equity-Fonds Permira, nun geht also Altamar CAM komplett an Mercer. Mercer steht wiederum exemplarisch für einen weiteren Aspekt: Auch konventionelle Asset Manager – und sogar originäre Consultants – expandieren zunehmend über strategische Käufe in die Private Markets. Statt entsprechende Teams und Expertise teuer und langwierig intern aufzubauen, wählen sie oft den Weg über Akquisitionen. Beispiele: Amundi mit der Multi-Manager-Plattform Alpha Associates oder auch Blackrock mit Global Infrastructure Partners (GIP).

Generationswechsel, Strategieverbreiterung und IPOs

Einen Treiber für Zukäufe sieht Mackewicz in der Absicht, Investoren eine umfangreichere Plattform anzubieten („One-Stop-Shop“). „Wir beobachten, dass PE-Häuser Infrastruktur- oder Private-Debt-Manager kaufen oder VC-Fonds sich in Richtung Growth oder Secondaries engagieren.“ Aus Sicht der institutionellen Investoren erhöhen Fusionen seiner Meinung nach die Glaubwürdigkeit und erleichtern künftige Fundraising-Runden. „Institutionelle Investoren bevorzugen oft etablierte Plattformen, diversifizierte Anbieter und einen Track Record über mehrere Strategien“, so der Berater. Ein weiterer Aspekt bei Übernahmen: Sie erlauben oft einen schnellen Markteintritt in neue Regionen und einen raschen Zugang zu lokalen Netzwerken und Dealflow. Denn, so Mackewicz: „Bei den Private Markets handelt es sich im Kern um ein Plattform-Spiel: Wer größer, breiter und globaler aufgestellt ist, hat bessere Chancen, Investoren zu gewinnen und neue Deals abzuschließen.“ Übernahmen müssten Sinn machen und das tun sie nach seiner Beobachtung oft auch. Das heißt aber nicht, dass nur die Platzhirsche den Markt unter sich aufteilen. Gerade kleine Häuser mit klar definiertem Aligment of Interests können laut Mackewicz einen echten Mehrwert schaffen.

Ein durchaus bedeutender Aspekt aus Anlegersicht ist zudem das Managerrisiko. Klassischer Fall: Ein Asset Owner ist Kunde bei zwei Alternativen Managern, die sich zusammenschließen. Zwar hat das in aller Regel keinen Einfluss auf die laufenden Produkte, die weiter vom gleichen Team nach demselben Ansatz gemanagt werden. Doch der Investor hat unter Umständen plötzlich das doppelte Asset-Volumen bei einem Manager: „Die damit steigende Konzentration kann durchaus ein bedeutender Aspekt aus Risikoperspektive sein“, so Mackewicz.

Echte Sorgen bereitet ihm die Übernahmewelle nicht: „Das Universum ist noch immer groß und laufend kommen neue Anbieter dazu.“ Grundsätzlich müsse man alle Transaktionen aus der Sicht

des Interessengleichlaufs hinterfragen. Die allermeisten dieser Übernahmen würden aber sehr gut funktionieren, und auch im Asset Management gelte letztlich: „Wer nicht mit der Zeit geht, geht mit der Zeit.“ Apropos Zeit: Ein oft unterschätzter Treiber für Fusionen liegt aber auch darin, dass Gründer ihre Anteile im Zuge der Unternehmensnachfolge monetarisieren wollen. In diese Kategorie lässt sich wohl auch die EQT-Coller-Übernahme einordnen, bei der der 67-jährige Jeremy Coller seine Firma an EQT verkauft hat. „Ein Verkauf an einen größeren Player kann aus Sicht des Inhabers eine elegante Lösung darstellen, insbesondere, da selbst Partner in einer solchen Firma oft nicht das nötige Kapital stemmen können, um die Firma im Rahmen der Unternehmensnachfolge fortzuführen“, so Mackewicz.

Ein Faktor, der sicher zu der höheren Übernahmefrequenz beigetragen hat, ist die Zunahme an Börsengängen unter Private-Markets-Firmen. „Börsengänge haben großen GPs neue Finanzierungsmöglichkeiten eröffnet und ermöglichen es ihnen, strategische Übernahmen deutlich offensiver voranzutreiben“, heißt es etwa bei Moonfare. Dort verweist man auf das Beispiel CVC Capital Partners. Im Anschluss an den Börsengang im Jahr 2024 schloss das Unternehmen die Übernahme eines Mehrheitsanteils an der Infrastrukturplattform DIF Capital Partners ab und erhöhte den Anteil an der Secondaries-Gesellschaft Glendower Capital um weitere 20 Prozent.

Interessensabwägung

Grundsätzlich schafft ein Börsen-Listing aber nach Mackewicz' Einschätzung nicht das beste Anreizsystem: Das klassische Modell bei Private-Markets-Managern ist schließlich, dass Partner eigenes Geld investieren. Dieses „Skin in the Game“ wird seiner Meinung nach potenziell verwässert beim Börsengang. Das Management einer an der Börse notierten Private-Equity-Gesellschaft werde damit plötzlich zum Diener zweier Herren. „Das Management muss sich einerseits um eine gute Entwicklung des Aktienkurses und Dividendensteigerungen kümmern und darüber hinaus dafür sorgen, dass die einzelnen Fonds eine überzeugende Rendite für die Investoren erzielen. Vom Charakter des ursprünglichen Private-Equity-Gedankens hat man sich damit etwas entfernt.“

Doch auch hier kommt wieder der Generationenwechsel ins Spiel: Denn kaum ein anderer potenzieller Käufer wäre in der Lage gewesen, Gründern wie David Rubenstein (Carlyle Group), Henry Kravis (KKR) oder Stephen A. Schwarzman (Blackstone) einen vergleichbaren Preis zu zahlen, wie das die Börse bot. Auch wenn aus Sicht der Fondsinvestoren nach Meinung von Mackewicz vielleicht die klassische Nachfolgelösung bevorzugt worden wäre, bei der die jüngeren Fondsmanager den Gründern ihre Anteile abkaufen und das Unternehmen in deren Sinne weiterführen. Doch wer kann solche Summen schon stemmen? Beispielsweise lag Blackstones Bewertung beim Börsengang 2007 bei über 30 Milliarden Dollar.

Einstiegshilfe für die Emerging Markets

Von Tobias Bürger

Ein Investment in die Emerging Markets ist leichter gesagt als getan. Und das hat viele Gründe. Mit einem neuen Dachfonds adressiert die DEG Impact aus Köln nun gezielt einzelne dieser Länder, bei denen die Rahmenbedingungen besonders vorteilhaft für Eigenkapitalgeber sind. Dabei werden die Risiken über Zielfonds und handverlesene Asset Manager gestreut. Und für eine geringe Zusatzgebühr gibt es eine Garantie der EU obendrauf.

Was hat die Region Afrika-Subsahara mit Mexiko und den Philippinen gemeinsam? Und was ist mit Brasilien, Indien, Malaysia, Indonesien und Vietnam? Sie alle sind viele Flugstunden von Deutschland entfernt. Doch da ist noch etwas anderes, das sie miteinander verbindet: Alle diese Länder bieten ausländischen Kapitalgebern vielfältige Wachstumsaussichten und zugleich auch die erforderlichen Investitionsoportunitäten, die es braucht, um als Zugereister überhaupt Fuß fassen und in die lokale Wirtschaft investieren zu können.

Rendite und Impact sollen verknüpft werden

Die eingangs aufgelisteten Staaten und Regionen weisen noch weitere attraktive Eigenschaften auf: Allen Anlegern, die Wert auf „Impact“ legen – also auf eine gezielte, messbare positive Auswirkung ihrer Investition auf Umwelt oder Gesellschaft –, bieten sie den dafür erforderlichen Nährboden. Deutlich wird das im Redaktionsgespräch mit Thomas Klein. Er ist Geschäftsführer der DEG Impact. Das Tochterunternehmen der DEG – Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft mit Sitz in Köln wurde im Jahr 2020 gegründet, um professionelle Anleger bei Investitionen in

Entwicklungs- und Schwellenländern zu beraten. Die DEG fördert seit ihrer Gründung vor 64 Jahren Projekte, die wirtschaftlich und entwicklungspolitisch sinnvoll sowie umwelt- und sozialverträglich sind. Vor diesem Hintergrund finanziert, fördert und begleitet die Tochtergesellschaft der KfW-Bankengruppe private Unternehmen in Entwicklungs- und Schwellenländern. Ihre Investitionen verteilen sich vorrangig auf drei große regionale Cluster: Asien, Afrika und Lateinamerika. Dabei geht es ihr um die klassische Unternehmensfinanzierung, um die Bankenmitfinanzierung und die Projektfinanzierung für Infrastruktur. Insgesamt lag das Portfolio der DEG Ende 2025 bei 11,7 Milliarden Euro.

Doch was hat das mit der DEG Impact zu tun? „Unsere Aufgabe besteht darin, institutionelle Investoren in Entwicklungs- und Schwellenländer zu begleiten“, erläutert Thomas Klein im Gespräch mit portfolio institutionell. Mit dabei ist auch Moritz Baldsiefer, Senior Manager Investor Relations bei der DEG Impact und verantwortlich für das Fundraising und die Betreuung institutioneller Kunden.

Das Fundraising nimmt im Tagesgeschäft der Kölner derzeit eine große Rolle ein, denn die DEG Impact vermarktet ihren ersten eigenen Private-Equity-Dachfonds, den Global Growth Guarantee Fund (3xG Fund). Dieser soll professionellen Investoren Zugang zum Wachstums- und Renditepotenzial der Emerging Markets ermöglichen – und zugleich die Anforderungen institutioneller Investoren mit dem Kapitalbedarf lokaler Unternehmen zusammenbringen. Im Redaktionsgespräch berichten Thomas Klein und Moritz Baldsiefer über das Konzept des in Luxemburg domizilierten und geschlossenen Dachfonds. Er soll während

OHNE

DEMOKRATIE

KEINE

**MENSCHEN-
RECHTE**

UND KEIN

FRIEDEN



GREENPEACE



seiner Laufzeit von bis zu 15 Jahren mit einem Ankerinvestment der DEG und weiteren Kapitalgebern in Zielfonds in Asien, Afrika und Lateinamerika investieren, die wiederum in erfolgsversprechende lokale Wachstumsunternehmen investieren und mit Know-how unterstützen. Aufgrund der Wachstumsaussichten, der Wirkungsmöglichkeiten und der Verfügbarkeit von Investitionsoportunitäten favorisieren sie bei DEG Impact eben jene Regionen Afrika, Mexiko, Brasilien, Indien, Indonesien, Malaysia, die Philippinen und Vietnam.

Ein besonderes Feature ist die EU-Garantie

Das Thema Impact war in den vergangenen Jahren für mehr und mehr Investoren sehr wichtig. Für manchen war und ist es sogar wichtiger als die Rendite. Nach Einschätzung von Thomas Klein ist diese Entwicklung abgeflacht. „Das merkt man bei vielen Investoren. Und das ist nicht negativ zu verstehen. Vielmehr ist Impact im Mainstream angekommen.“ Aber die Kapitalgeber erwarten natürlich auch eine Rendite – „gerade, wenn wir von Pensionskassen oder Versorgungswerken reden“, merkt Klein an. Viele würden Impact voraussetzen.

Der „3xG“ besitzt eine seltene Eigenschaft, die bei seiner Vermarktung helfen dürfte: Er verfügt über eine Garantie der Europäischen Union. Diese sichert bis zu einem Drittel des Kapitals im Dachfonds ab. Danach gefragt, ob es für Anleger bereits ähnlich ausgestaltete Dachfonds für Schwellenländer gebe, bei denen eine Art Garantie implementiert worden sei, antwortet Moritz Baldsiefer so: „Wir haben das auf Dachfondsebene bisher in der Ausgestaltung noch nicht gesehen. Wenn man jedoch einzelne Zielfonds in der Impact-Welt begleiten möchte, findet man vereinzelt Blended-Finance-Mechanismen, bei denen es Junior und Senior Stakeholder gibt und bei denen entsprechende First-Loss-Mechanismen etabliert werden.“

Eine Erfolgsbeteiligung sei auf der Dachfondsebene nicht vorgesehen, sagt Baldsiefer. „Und die Interessensgleichheit stellen wir dadurch sicher, dass unsere Muttergesellschaft DEG sowohl in die Zielfonds selbst als auch in den Dachfonds mit investiert.“ Und mit Blick auf die Garantie merkt er an, dass es dabei nicht nur um den Schutz vor Verlusten gehe. Sondern sie wirke sich auch positiv auf die buchhalterische Abbildung des Fonds bei den Anlegern aus, wie der Senior Manager Investor Relations bei der DEG Impact verdeutlicht: „Was alle Private-Market-Investments gemeinsam haben – egal wohin sie investieren –, ist das buchhalterisch unschöne Event der J-Curve am Anfang: Es werden erst einmal Kosten akkumuliert und der Fonds verliert an Wert.“

Wie Baldsiefer verdeutlicht, löse man mit einem Garantiemechanismus dieses Thema direkt buchhalterisch auf: „Der Wert der Garantie steigt, wenn die Zielfonds unter den Einstandswert fallen und gleicht so etwaige Verluste in der Anfangsphase bis zu einem

Drittel des Gesamtfondskapitals aus.“ Zugleich verdeutlicht der Fachmann, dass dieses Feature am Anfang, als die Idee des Dachfonds mit Garantie aufkam, gar nicht die Hauptintention der DEG Impact gewesen sei, „sondern es ging darum, das subjektiv wahrgenommene Risiko aus Sicht der Anleger herauszunehmen und mit der Garantie ein Stück weit abzufedern“.

Und wie funktioniert diese Kapitalgarantie? DEG-Impact-Chef Klein beschreibt es so: „Sie dient vor allem als Stabilisierung in volatilen Phasen und stellt insbesondere für unerfahrenere Investoren einen wichtigen Mehrwert dar.“ Unterschreitet der Dachfonds den Einstandswert in Euro, gleicht die Garantie den Verlust aus. Die Absicherung greift dabei bis zu einer Höhe von maximal einem Drittel des Fondsvolumens. Die DEG Impact fungiert beim Global Growth Guarantee Fund als Advisor des Fondsverwalters Hansainvest. Beim Fondsvolumen peilen sie in Köln 300 Millionen Euro an. Das First Closing werde für das Ende des zweiten Quartals angestrebt. Bis dahin sollen mindestens 75 bis 80 Millionen Euro zusammenkommen.

Eigenkapitalmangel und Nachhaltigkeitsziele

Ein Ziel des Fondsmanagements ist es, ökologische und soziale Verbesserungen bei den Portfoliounternehmen zu erzielen und damit einen positiven Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung der jeweiligen Regionen zu leisten. Danach gefragt, warum es dafür privates Kapital brauche und ob die Länder das nicht mit eigenen Mitteln bewerkstelligen könnten, entgegnet Klein: „Sie sind natürlich selber auch dabei.“ Aber faktisch fehle das notwendige Kapital in den Ländern. „Es gibt einfach zu wenig Investoren. Und da reden wir nicht nur über Afrika, sondern beispielsweise auch über Malaysia.“ Dort gebe es zwar einen Sovereign Wealth Fund, der sich um die eigene Region kümmert. Es mangle aber nicht nur an der Kapitalausstattung, sondern auch am internationalen Netzwerk, das es braucht, um diese Länder weiter nach vorne zu bringen. Das betreffe neben Afrika auch sehr stark Asien und Lateinamerika.

Voraussichtlich wird der geplante Dachfonds der DEG Impact Anteile an bis zu 15 Zielfonds halten und so indirekt an etwa 200 Unternehmen beteiligt sein. „Wir haben in der Vergangenheit immer wieder entsprechende Anfragen von Interessenten erhalten. Dabei stand die Frage im Raum, welche Möglichkeiten es gibt, in den Emerging Markets zu investieren“, berichtet Geschäftsführer Klein von den ersten Ideen für den Fonds.

Erfahrungsschatz und Netzwerk der KfW sollen helfen

Obwohl die DEG Impact gerade einmal sechs Jahre alt ist, besitzt sie das Rüstzeug einer über Jahrzehnte hinweg gewachsenen Organisation. Schließlich kann sie auf den Erfahrungsschatz und das Netzwerk der Mutter zurückgreifen, die neben ihrem Hauptsitz am Rhein auch Büros in Asien, Afrika und Lateinamerika unterhält.

Und innerhalb der KfW-Bankengruppe können die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter außerdem auf ein Netzwerk von rund 80 Standorten weltweit zugreifen. „Wenn man sich die Emerging Markets global vor Augen führt, dann gibt es risikoreichere und risikoärmere Regionen“, unterstreicht Gesprächspartner Klein. Von der Tendenz her könne man sagen, dass die DEG in den risiko-reicheren Regionen eher mit Darlehensprodukten arbeitet. In den risikoärmeren Regionen wiederum präferiert sie Equity oder Mezzanine-Kapital. „So kann man die Risiken besser managen.“

Die DEG investiert auch selbst in Fonds. Und die DEG Impact kann sich bei der Zusammenstellung ihres Dachfonds auf diese Expertise stützen. Man fange also nicht bei null an. Das Investmentuniversum umfasst alle Fonds oder Fondspartner, in denen die DEG schon investiert ist oder das in absehbarer Zeit sein wird. „Aus diesem Fundus selektieren wir die Fonds, die vor allem unter Return-Gesichtspunkten passend sind für institutionelle Investoren“, erläutert Klein. Im Fokus stünden jene Fonds, die das meiste Aufwärtspotential bieten und ausreichend diversifiziert sind. „Zusätzlich tracken wir den Impact und stellen daraus ein Impact Reporting zusammen.“

Ein Dachfonds mit der Allianz

Kapitalmarkterfahrung hat die DEG Impact zuvor bereits beim Dachfonds „Africa Grow“ gesammelt: Die KfW Entwicklungsbank hatte den Dachfonds Ende 2019 im Auftrag des Bundesministeriums für wirtschaftliche Zusammenarbeit (BMZ) mit Allianz Global Investors ins Leben gerufen, um finanzielle Mittel für afrikanische Private-Equity- und Venture Capital-Fonds bereitzustellen. Anlageberater des Fonds ist die DEG Impact. Unternehmen der Allianz-Gruppe waren damals unter den Kapitalgebern. Juristisch betrachtet ist der 3xG Fund jedoch der erste Dachfonds der DEG Impact.

Erste Kapitalzusagen dafür gibt es von der DEG und von einer deutschen Stiftung. Und man befinde sich in weiteren Gesprächen mit Pensionskassen, kirchlichen Einrichtungen und Family Offices, heißt es. „Wir sprechen die gesamte institutionelle Welt an“, erklärt Moritz Baldsiefer.

Es geht um Diversifikation, Wissbegier, Lerneffekte

Das Produktangebot stellt nach Angaben Kleins eine Ergänzung am Markt für alternative Investments dar. „Die Anleger suchen nach Diversifizierung – zum Beispiel abseits von US Buyouts.“ Mit dem 3xG Fund geht es über etablierte Märkte hinaus. Dabei spielen für die Investoren nicht nur die Diversifikation, sondern auch Wissbegier und Lerneffekte eine Rolle. Denn mit einem solchen Fund of Fund „will man sich auch neue Märkte erschließen und Know-how erarbeiten“, sagt er. „Ein Grund dafür könnte sein, dass man realisiert hat, dass die Wachstumsmärkte weder in Europa noch in den USA liegen, sondern in Entwicklungs- und Schwellenländern.“

Der DEG-Impact-Geschäftsführer zeigt sich überzeugt, dass dem Dachfonds-Investment aufseiten der Anleger weitere, dann aber noch zielgerichtete Aktivitäten in den Emerging Markets folgen werden. „Ich kann mir gut vorstellen, dass sie nach dem gemeinsamen Investment ein klares Bild davon haben, welche Märkte sie besonders interessieren.“

Auch Moritz Baldsiefer hält es für wahrscheinlich, dass die Investoren, die jetzt mit dabei sind, in den kommenden Jahren ihren Fokus verstärkt auf einzelne Länder und Regionen richten werden. Zum Beispiel auf Malaysia oder Südafrika – und das mit Ziel- oder auch Dachfonds. „Wir wollen gemeinsam mit den Investoren wachsen und stellen uns entsprechend auf“, sagt er zum Abschluss.



Bild: DEG Impact

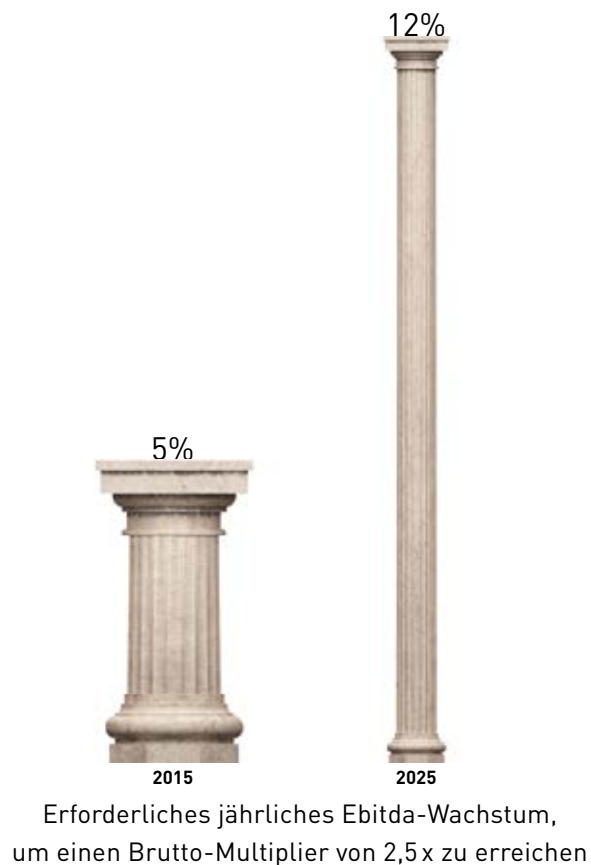
Moritz Baldsiefer hält es für wahrscheinlich, dass die Dachfondsanleger ihren Fokus später verstärkt auf einzelne Länder richten werden.



Bild: DEG Impact

DEG-Impact-Chef Thomas Klein kann auf den Erfahrungsschatz und das Netzwerk der KfW-Bankengruppe zurückgreifen.

Für konstante 2,5 x muss die 12 die neue 5 sein!



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf dem Bain Private Equity Report 2026; © portfolio institutionell

Wachstumsschmerzen

Seit der Exit-Kanal verstopft ist, ist im Private-Equity-Universum die DPI die neue IRR – und die 12 ist die neue 5! Diese Arithmetik begründet sich damit, dass das jährliche Ebitda-Wachstum der Portfoliounternehmen nun stattliche zwölf und nicht mehr nur fünf Prozent betragen muss, damit ein Fonds ein Brutto-Multiple von 2,5x erreicht. Ableiten lässt sich die neue Formel aus den Einkaufs- und Fremdkapitalpreisen. Konnten die GPs 2015 zum EV/Ebitda-Preis von 10x shoppen, so sind es heute 14x. Zudem kostet das Fremdkapital heute nicht mehr sechs, sondern acht Prozent. Die gestiegenen Zinskosten führen wiederum dazu, dass der Fremdkapital-Hebel nicht mehr bei 50, sondern nur noch bei 36 Prozent angesetzt werden kann. Die Folge: „Um die gleiche Rendite wie vor zehn Jahren zu erzielen, muss ein Unternehmen heute mehr als doppelt so schnell wachsen.“

13. FINPRO® – FACHTAGUNG FÜR INNOVATIVE FINANZPRODUKTE

9. & 10. Juni 2025 | Schloss Bensberg

FinPro
FACHTAGUNG FÜR INNOVATIVE
FINANZPRODUKTE

KEYNOTE

DRAGICA MISCHLER

R+V VERSICHERUNG AG
CFO & CRO UND VORSTANDSMITGLIED



KEYNOTE

JOHANNES MÜLLER

AIRBUS DEFENCE AND SPACE
HEAD OF SUSTAINABILITY & COMMUNICATIONS UND
MITGLIED DES EXECUTIVE COMMITTEE



KEYNOTE

PROF. DR. VOLKER PERTHES

STIFTUNG WISSENSCHAFT UND POLITIK
SENIOR DISTINGUISHED FELLOW & EHEMALIGER
UNTERGENERALSEKRETÄR DER VEREINigten NATIONEN



© Jürgen Bauer

www.vers-leipzig.de/finpro



Die Grundlagen für die Energiewende in Europa schaffen

APRIL 2026



Umberto TAMBURRINO
Managing Partner & CEO
bei Sosteneo Infrastructure Partners,
Teil von Generali Investments

MARKETING KOMMUNIKATION FÜR PROFESSIONELLE INVESTOREN IN DEUTSCHLAND

Bitte lesen Sie den Prospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen des Emittenten, bevor Sie Anlageentscheidungen treffen.

Europa befindet sich mitten in einer tiefgreifenden Umgestaltung seines Energiesystems. Bei Sosteneo Infrastructure Partners konzentrieren wir uns nicht darauf, weitere Kapazitäten für erneuerbare Energien zu schaffen, sondern darauf, die Infrastruktur aufzubauen, die den Übergang in der Praxis ermöglicht. Wir haben Sosteneo mit einem klaren Fokus auf diese spezifische Chance gegründet: Investitionen in baureife Infrastruktur für saubere Energie in den OECD-Ländern Europas. Wir steigen zu einem ganz bestimmten Zeitpunkt ein – nachdem das Entwicklungsrisiko weitgehend gemindert wurde, aber bevor die Vermögenswerte zu vollständig risikofreien Brachflächen werden. Wir glauben, dass institutionelles Kapital hier den größten Mehrwert schaffen und gleichzeitig attraktive risikobereinigte Renditen erzielen kann.

WARUM PHYSISCHE INFRASTRUKTUR FÜR SAUBERE ENERGIE?

Wir investieren direkt in physische Infrastruktur – Solarenergie, Windenergie, Batteriespeicher, Stromnetze und flexible Stromerzeugung – die durch langfristige Vertragseinnahmen abgesichert ist.

Wir wollen die Eigenschaften bieten, die man von physischer Infrastruktur erwarten kann: stabile und sichtbare Cashflows, Absicherung gegen Kursverluste und ein Core-Plus-Renditeprofil. Unserer Ansicht nach sollten Infrastrukturallokationen weiterhin auf Sachwerten basieren, die wesentliche Dienstleistungen erbringen und in das Energiesystem eingebettet sind.

WIE HAT SICH DIE DYNAMIK DER ENERGIEWENDE IN DEN LETZTEN JAHREN ENTWICKELT?

Im ersten Kapitel der Energiewende ging es um die Wettbewerbsfähigkeit der Kosten. Im zweiten Kapitel ging es um die Skalierung erneuerbarer Energien. Heute steht die Integration im Mittelpunkt.

Mit zunehmender Verbreitung von Wind- und Solarenergie verlagert sich der Wert hin zu unterstützender Infrastruktur – Speicherung, Netzverstärkung und flexible Erzeugung, die die schwankende Versorgung mit der Nachfrage ausgleichen. Wir konzentrieren uns auf baureife Projekte, da das Entwicklungsrisiko weitgehend hinter uns liegt, aber durch Bau, Umsatzverträge, Finanzierung und Betriebsoptimierung noch erhebliche Wertsteigerungen möglich sind.

Dies ist unserer Ansicht nach der konsequenteste Weg, um die Renditeerwartungen institutioneller Anleger mit den strukturellen Anforderungen des sich wandelnden Energiesystems in Einklang zu bringen.

WIE VERÄNDERN PARTNERSCHAFTEN MIT VERSORGUNGSUNTERNEHMEN DAS LIEFERMODELL?

Europäische Versorgungsunternehmen sehen sich mit einem Rekordkapitalbedarf konfrontiert und müssen gleichzeitig Bilanzbeschränkungen berücksichtigen. Sie suchen zunehmend nach spezialisierten Partnern, die nicht nur Kapital, sondern auch Strukturierungskompetenz und Liefererfahrung mitbringen.

Unsere Aufgabe ist es, mit Versorgungsunternehmen zusammenzuarbeiten, nicht mit ihnen zu konkurrieren, um wichtige Infrastruktur außerhalb der Bilanz bereitzustellen und gleichzeitig hochwertige, langfristige Vertragsmöglichkeiten für unsere Investoren zu schaffen. Abstimmung, Branchenkenntnis und Umsetzungskompetenz sind dabei unerlässlich.

IST RESILIENZ JETZT DAS BESTIMMENDE INVESTITIONSTHEMA?

Die Geopolitik hat saubere Energie zu einer Frage der Sicherheit und der wirtschaftlichen Resilienz gemacht. Europa baut sein Energiesystem effektiv um, während es weiterläuft – dies ist ein komplexes, mehrjähriges Unterfangen, das die Koordination zwischen öffentlichen Institutionen, Versorgungsunternehmen und privatem Kapital erfordert.

Mit dem Sosteneo Clean Energy Infrastructure Fund II SCA SICAV-RAIF (**FLYER**), der eine Kapitalbeschaffung von 1 Milliarde Euro und eine Netto-IRR von 11–13%* anstrebt, positionieren wir uns als langfristiger Partner beim Aufbau der Grundstruktur der europäischen Energieversorgung und bieten institutionellen Anlegern Zugang zu wichtiger Infrastruktur, die sowohl die Dekarbonisierung als auch die Energieunabhängigkeit unterstützt.

**Die zukünftige Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator. Dies ist kein garantiertes Produkt.*

WICHTIGE INFORMATIONEN

Diese Marketingmitteilung bezieht sich auf den Sosteneo Clean Energy Infrastructure Fund II SCA SICAV-RAIF. Vollständige Informationen über den Fonds und insbesondere über Risiken und Kosten finden Sie im Emissionsprospekt und im Flyer. Dieses Dokument ist nicht als Anlage-, Steuer-, Buchhaltungs-, Berufs- oder Rechtsberatung gedacht.

Generali Investments Luxembourg S.A. ist eine Aktiengesellschaft (société anonyme) nach luxemburgischem Recht, die in Luxemburg als OGAW-Verwaltungsgesellschaft und Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) zugelassen ist und von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) reguliert wird – CSSF-Code: S00000988 LEI: 222100FSOH054LBKJL62.

Sosteneo SGR S.p.A. ist ein italienischer AIFM, der von der Bank von Italien reguliert wird (eingetragen unter der Nr. 211 im AIFM-Register der Bank von Italien gemäß Art. 35 TUF) und vom AIFM zum Portfoliomanager des Fonds ernannt wurde.

Alle Meinungen oder Prognosen beziehen sich auf den angegebenen Zeitpunkt, können sich ohne Vorankündigung ändern, sagen keine zukünftigen Ergebnisse voraus und stellen keine Empfehlung oder ein Angebot für Anlageprodukte oder Anlagendienstleistungen dar. Dieses Dokument ist nur für professionelle Anleger in Italien bestimmt. Dieses Dokument ist nicht für Privatanleger oder US-Personen im Sinne der Regulation S des United States Securities Act von 1933 in seiner jeweils gültigen Fassung bestimmt. Die Informationen werden von Generali Asset Management S.p.A. (der „Emittent“) bereitgestellt. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten stammen, sofern nicht anders angegeben, vom Emittenten. Dieses Material und sein Inhalt dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung des Emittenten weder ganz noch teilweise reproduziert oder verbreitet werden. Der AIFM kann beschließen, die für die Vermarktung des Fonds geschlossenen Vereinbarungen zu kündigen. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, lesen Sie bitte das Emissionsdokument, das auf Anfrage kostenlos in englischer Sprache bei Generali Investments Luxembourg SA, 4 Rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Großherzogtum Luxemburg, E-Mail-Adresse: GILfundinfo@generali-invest.com, erhältlich ist. ENV30062026