

portfolio institutionell

**SICHER
IST SICHER**



Investitionen in den
Rentendirektbestand und
kommunale Anleihen

MEINUNG & ANALYSE

Cum-ex-Lehren gehen zu Lasten
von institutionellen Investoren

INVESTMENT-STRATEGIE

Cum tempore: Private-Debt-Markt geht
Liquiditätsproblemen auf den Grund

INVESTOREN

Cum laude: Fixed-Income-Investoren
schätzen Anlageopportunitäten

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**



Merz'sche Biografie und Demographie

Was Langlebigkeit in der Praxis bedeutet, ist Friedrich Merz aus der eigenen Familie gut bekannt: Sein Vater ist 102 und seine Mutter 97 Jahre alt. Weniger gut bekannt ist, warum der Bundeskanzler trotzdem reichlich spät die politischen Schlussfolgerungen zieht und vertritt, dass die gesetzliche Rentenversicherung allein „nicht mehr ausreicht, auf Dauer den Lebensstandard zu sichern“ und es mehr Kapitaldeckung aus der betrieblichen und der privaten Altersvorsorge brauche. Aber besser spät als nie. Die ersten – wenn auch im internationalen Vergleich zaghaften – Schritte sind mit den Sozialpartnermodellen und anderen Reformen auch bereits gemacht.

Ein weiterer Schritt wäre eine längere Arbeitszeit. Merz geht mit gutem Beispiel voran und arbeitet noch mit 70 Jahren. Da kann man ihm auch nachsehen, dass er selbst kein gutes Beispiel für eine Flexibilisierung des Übergangs in den Ruhestand – wüsten Spekulationen um einen Kanzler-Tausch zum Trotz – sein will.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen Ihr

A handwritten signature in blue ink that reads "Patrick Eisele".

Patrick Eisele
Chefredakteur



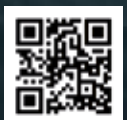
DJE – Dividende & Substanz

**Ausgezeichnetes
Risikomanagement –
auch für institutionelle
Investoren.**



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

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



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

NACHRICHTEN

Mehr als ein Flirt – Ein Herz für Venture Capital 6

Wurzelbehandlung – Zahnärzte auf dem Klageweg 8

Ringens um Mandate – Wem Versicherer das Geld anvertrauen 8

Neue Welt – Vom Investment-Alpha zum organisatorischen Alpha 10

Investmentideen – Drehstrom bringt Versicherungen in Wallung 10

Auf einen Blick – Personalien und Termine 11

portfolio Veranstaltungen – Private Markets Forum 12

WELTSPIEGEL

Startkapital – Kanada treibt Pläne für einen neuen Staatsfonds voran 14

MEINUNG UND ANALYSE

Reifeprozess – Mehr Substanz für Nachhaltigkeitsfonds: Wie die SFDR 2.0 Vertrauen zurückbringt 16

Kosten – Lehren aus Cum-ex gehen zu Lasten von Investoren 18

INVESTMENT-STRATEGIE

Business Development Companies – Private Debt: Zwischen Rückgabedruck und Kreditrealität 24

Emerging Markets – Im Schatten viel Licht 28

PENSIONS

Ruhestandssicherung – Viele Wege führen zu mehr Rente 32

INVESTOREN

Interview mit Andreas Gründemann, Stefan Klein und Peter Lischewski
„Für uns ist klar, dass das Zinsniveau auf absehbare Zeit nicht mehr rückläufig sein wird“ 34

TITELTHEMA

Intro – Fixed Income 40

Management – Direkt punkten mit Hilfestellung 42

Nachrangkapital – Werkstatt Stadtwerke 46

RUBRIKEN

Impressum 6

#privatemarkets 21

Chart-Kabinett 50



Bild: Stockphoto

Ein Herz für Venture Capital

Die Joachim-Herz-Stiftung beschreitet seit diesem Jahr in der Kapitalanlage mit Venture Capital neue Wege. Wie die Stiftung vor kurzem mitteilte, fließt ein Teil des Stiftungskapitals „im Rahmen eines eigenen Venture-Capital-Fonds auch unter missions- und wirkungsorientierten Aspekten in frühphasige Deeptech-Startups“. Finanzvorstand Ulrich Müller erläutert: „Die Vermögensanlage der Joachim Herz Stiftung ist von Beginn an unternehmerisch ausgerichtet und wird konsequent weiterentwickelt. Mit der Erweiterung um Venture Capital ergänzen wir unsere bestehende Anlagestrategie um ein weiteres Investitionsfeld, mit dem Anspruch, auch hier langfristig marktgerechte Renditen zu erzielen. Gleichzeitig investieren wir damit verstärkt einen Teil des Stiftungskapitals unter Berücksichtigung wirkungsorientierter Aspekte.“

Diese wirkungsorientierten Aspekte sollen laut Mitteilung eng mit Innovation und Transfer aus der Spitzenforschung verknüpft sein. Die Renditeerwartung dürfte nicht zuletzt auf der von der Stiftung angeführten Finanzierungslücke im Deep-Tech-Bereich basieren. Laut einer Studie von „Unternehmertum“ und der Stiftung droht Deutschlands Growth-Finanzierung bis 2030 eine zehn Milliarden Euro große Lücke. Dies hat zur Folge, dass es trotz hoher F&E-Ausgaben in Deutschland oft nicht gelingt, Deeptech-Innovationen zu skalieren. Zudem würden klassische VC-Fonds oft frühe Wachstumsphasen meiden, da Technologie-, Markt- und Betriebsunsicherheiten nicht zu ihrem Risiko-Rendite-Profil passen. „An dieser Stelle können große Stiftungen wichtige Impulse im Innovationsökosystem setzen“, heißt es in der Mitteilung. „Als Stiftung setzen wir dabei unter anderem auch bewusst auf Venture-Capital-Fonds, um einen diversifizierten Zugang zu dieser Anlageklasse zu erhalten und Risiken auf mehrere Beteiligungen zu streuen.“

Konkret erfolgt die Umsetzung durch die VC-Experten von Marvelous und deren Dachfonds, der auch Co-Investments vorsieht. Die Stiftung, die insgesamt etwa 1,7 Milliarden Euro anlegt und Großaktionär der Beiersdorf AG ist, ist mit 20 Millionen Euro Ankerinvestor des Fonds.

Value Creation soll Exit-Stau auflösen

Der in Private Equity bestehende Exit-Stau und damit verbundene Probleme schrecken die Stiftung offenbar nicht ab. Laut Morningstar war 2025 das schwächste Jahr für die Kapitalbeschaffung. Johann Scholtz, Senior-Equity-Analyst bei Morningstar, ist eher skeptisch und kommentiert: „Der Druck auf den Privatmärkten nimmt zu. Die Kapitalbeschaffung bleibt angesichts fehlender Abschlüsse von Mega-Fonds verhalten, während eine anhaltende Verlangsamung der Exit-Aktivitäten den Kapitalrückfluss an die Investoren begrenzt und die Anbahnung neuer Transaktionen einschränkt.“ Gleichzeitig verlieren die Renditen an Dynamik.

Derweil kommt ein aktueller Survey des Beraters Alvarez & Marsal (A&M) zum Ergebnis, dass Private Equity nun häufiger auf aktive operative Wertsteigerung setzt. 58 Prozent der Private-Equity-Unternehmen setzen laut dem Survey Value-Creation-Pläne bereits innerhalb der ersten 100 Tage ein, doppelt so viele wie im Vorjahr. Trotz dieses früheren Einsatzes bleiben aber viele Programme hinter den Erwartungen zurück. 65 Prozent der Befragten geben an, dass sie von den in den vergangenen zwei Jahren entwickelten Wertsteigerungszielen weniger als die Hälfte erreicht haben.

„Die Wertschöpfung im Private-Equity-Markt ist in eine neue Phase eingetreten. Erfolgreich sein werden in diesem Umfeld die Unternehmen, die durch operative Disziplin, stärkere kommerzielle Fokussierung und einen gezielten Einsatz von Daten robustere Geschäftsmodelle aufbauen“, ordnet Steffen Kroner, Managing Director Private Equity Performance Improvement und Co-Head Deutschland bei A&M, die Marktentwicklung ein. pe/tbü

Impressum

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

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

Werte schaffen Zukunft

Inhabergeführt. Engagiert. Nachhaltig.

Investieren Sie mit uns weltweit in Private Markets und lassen Sie uns mit Investments in Infrastruktur, Private Equity oder Private Debt die Wirtschaft gemeinsam nachhaltig transformieren.

Ob Anlageschwerpunkt oder Zugangsweg:
So individuell wie Ihre Präferenzen sind unsere Lösungen.

Lassen Sie uns über Ihre Anlagestrategie sprechen.

Zahnärzte auf dem Klageweg

Das Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin (VZB) hat beim Landgericht Berlin II eine mehr als 2.000 Seiten umfassende Schadenersatzklage eingereicht und verlangt darin, die Schadenersatzpflicht von zwölf Beklagten festzustellen. Die Forderungen richten sich unter anderem gegen das Land Berlin, das Aufsicht über das VZB führt, den Wirtschaftsprüfer Forvis Mazars, die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG (Apo-Bank) sowie den früheren Vorsitzenden des VZB-Verwaltungsausschusses, Dr. Ingo Rellermeier.

Im April teilte das VZB den Zahnärzten mit, dass rechtliche Schritte zur Schadenskompensation „das zentrale strategische Instrument und der entscheidende Hebel“ seien, um eine Verbesserung der Vermögenslage herbeizuführen. Nur auf diese Weise lasse sich das Versorgungsniveau perspektivisch heilen. Mehr als die Hälfte des Anlagevermögens von zuvor 2,2 Milliarden Euro gilt als verloren. Den rund 11.000 Mitgliedern des VZB drohen massive Einbußen bei ihren Rentenansprüchen.

Versagen sämtlicher Prüforgane

Das VZB wirft den Beklagten vor, ihre jeweiligen Pflichten grob verletzt zu haben. Laut dem Versorgungswerk wurde unter Rellermeiers Leitung das Geld der Versicherten über ein Jahrzehnt lang entgegen geltender Gesetze und interner Richtlinien angelegt. Statt breit gestreut, liquide und sicher zu investieren, floss das Vermögen in hochriskante, illiquide Beteiligungen, etwa in Start-ups, die mittlerweile zum Teil insolvent sind. Sämtliche Prüforgane hätten dabei versagt, diese rechtswidrige Praxis zu erkennen und zu stoppen. „Es handelt sich um einen Finanz- und mutmaßlich auch Korruptionsskandal, der ohne Beispiel in der Geschichte deutscher

Versorgungswerke ist“, sagte Thomas Schieritz, Vorsitzender des Verwaltungsausschusses des VZB, des geschäftsführenden Gremiums des Versorgungswerks. „Wer mutwillig gegen Anlagerichtlinien und Gesetze verstoßen hat, ist ebenso verantwortlich wie jene, die ihre Kontrollpflichten verletzt haben – wie das Land Berlin, der Aufsichtsausschuss des VZB, die Wirtschaftsprüfer und auch die apoBank. Hätte auch nur eine dieser Instanzen ihre Arbeit ordentlich gemacht, wäre es nie zu diesen Verlusten gekommen. Schadenersatz zu fordern ist jetzt der einzige Weg, um wenigstens einen Teil der Verluste auszugleichen und Rentenansprüche zu sichern.“ Das VZB sei verpflichtet, diese Forderungen geltend zu machen – schließlich verwalte es das Vermögen der Mitglieder treuhänderisch, so Schieritz. Das Versorgungswerk rechnet mit einer jahrelangen Verfahrensdauer über alle drei Instanzen.

Ex-Direktor auf 50 Millionen verklagt – vorerst

Seit rund einem Jahr arbeitet die neue Führung des VZB laut eigenen Angaben den Skandal systematisch und konsequent auf. Die nun erhobene Klage sei nicht die erste, aber die umfassendste. Prozessual hat das VZB dabei eine gegen Rellermeier bereits Ende Oktober 2025 beim Landgericht Berlin II eingereichte Klage erweitert – um die zusätzlichen Beklagten und die nunmehr geltend gemachten Ansprüche. Bereits zuvor hatte das VZB unter anderem im Rahmen eines arbeitsgerichtlichen Verfahrens seinen langjährigen Direktor, Ralf Wohltmann, auf vorerst 50 Millionen Euro Schadenersatz verklagt – weitere Forderungen folgen voraussichtlich. Parallel würden gegen vormalige Verantwortliche strafrechtliche Ermittlungsverfahren wegen des Verdachts auf schwere Korruption und Untreue laufen. pe

Wem Versicherer das Geld anvertrauen

Aufmerksam, liebe Asset Manager! Es gibt noch Wachstumsmärkte, die vielen Häusern Mandate bieten. Laut dem Insurance Investment Outsourcing Report, kurz IIOR, von Clearwater Analytics belaufen sich die ausgelagerten Kapitalanlagen von Versicherungen global auf 5,5 Billionen Dollar – eine Steigerung um 23 Prozent gegenüber dem Vorjahr und von 65 Prozent seit 2021. Diese Gelder verteilen sich auf 96 Vermögensverwalter.

Für Steve Doire, Clearwater Analytics, ist externe Vermögensverwaltung das neue Standardmodell für Versicherungen. „Dass sich die von Anlageberatungsgesellschaften betreuten Vermögen innerhalb von zwei Jahren fast verdoppelt haben, belegt, dass Versicherer gezielt externe Experten einbinden, um zunehmend diversifizierte und komplexe strategische Anlageprogramme zu konzipieren und zu steuern.“

Spannend ist aber nicht nur das Asset-Wachstum, sondern auch eine abnehmende Konzentration. Gemäß dem IIOR ging über zehn Jahre der Anteil der zehn größten Vermögensverwalter am gesamten verwalteten Vermögen von 70 auf 59 Prozent zurück. Spezialisierte und mittelgroße Manager würden an Boden gewinnen – durch ausgewiesene Versicherungsexpertise, Kompetenzen im Bereich der Private Markets und regionale Stärke.

Primus ist auch bei ausgelagertem Versicherungsvermögen mit 746 Milliarden Dollar Blackrock. Auf Platz zwei folgt – wohl dank der Übernahme von Axa IM – mit BNP Paribas mit 584 Milliarden Dollar ein französisches Haus. Platz drei geht an Goldman Sachs. Danach folgen Ostrum, JP Morgan Asset Management, Amundi und auf Platz sieben die DWS. Allianz Global Investors wird als zweites deutsches Haus auf Rang 44 aufgeführt. pe



Unsere Multi-Affiliate-Plattform Kompetenz | Wachstumsstärke | Investmentlösungen

Bei Generali Investments verwalten mehr als **2.200 Anlagespezialisten** ein Vermögen von über **661 Mrd. Euro** sowohl in liquiden als auch in illiquiden Anlageklassen. Generali Investments ist Teil der Generali Gruppe, einem der weltweit größten Versicherungs- und Vermögensverwaltungsunternehmen.

www.generali-investments.com

Quelle: Generali Investments Holding S.p.A., Daten zum Ende des 4. Quartals 2025, ohne Doppelzählungen. Generali Investments Holding S.p.A. hält die Mehrheitsbeteiligung an jeder Vermögensverwaltungsgesellschaft. Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio ist die zentrale Vertriebsstelle und fungiert als Lead Multi-Channel, Multi-Client, Relationship Manager für das Angebot aller Gesellschaften der Generali Investments Plattform.

Your Partner for Progress.

Vom Investment-Alpha zum organisatorischen Alpha

Asset Manager – und damit auch die Vermögensverwaltungsbranche insgesamt – haben in den vergangenen Jahrzehnten schon mehrfach Innovationszyklen durchlaufen. Doch jetzt stehen sie vor einem Moment des „Neuanfangs“. Diese brisante Einschätzung vertritt das Thinking Ahead Institute (TAI) anlässlich der Veröffentlichung seiner neuen Global Asset Manager Peer Study. Auslöser dieses Neuanfangs ist nach Auffassung des gemeinnützigen Forschungs- und Innovationsnetzwerks das Zusammentreffen systemischer Risiken, der Künstlichen Intelligenz und der Weiterentwicklung der Privatmärkte. Dadurch werde eine völlig neue Ausgangslage für die Arbeitsweise der Unternehmen geschaffen.

Nun zählt das organisatorische Alpha, kurz das Org-Alpha

Ein Ergebnis der Studie besagt, dass sich der Wettbewerbsvorteil der Asset Manager vom Investment-Alpha hin zum sogenannten organisatorischen Alpha (Org-Alpha) verlagert. Damit ist jener Vorsprung gemeint, der dadurch entsteht, wie effektiv Unternehmen Menschen, Prozesse und Technologien integrieren. Die Studie des TAI basiert auf den Einschätzungen von 176 Managern, die Vermögenswerte von rund 39 Billionen US-Dollar verwalten. Damit bietet

sie nach Einschätzung ihrer Autoren „einen seltenen Blick auf Systemebene darauf, wie Führungskräfte reagieren – und was noch in Arbeit ist“.

Ein System unter Druck

Die Studie geht von einer einfachen Beobachtung aus: Das Asset-Management-System ist nicht mehr stabil, vorhersehbar oder zerlegbar. Stattdessen ist es zunehmend komplex, vernetzt und adaptiv – geformt durch eine Vielzahl von Kräften, die gleichzeitig wirken. Zu diesen Kräften zählen etwa der rasante Vormarsch von Künstlicher Intelligenz und datengestützter Entscheidungsfindung ebenso wie der Aufstieg und die Integration privater Märkte. Entscheidend sei, dass diese Dynamiken nicht isoliert auftreten – sie vollziehen sich vielmehr simultan. Das mache es so schwer, ihnen mit traditionellen, silobasierten Ansätzen zu begegnen.

Letztlich bekräftigt die Global Asset Manager Peer Study einen tiefgreifenden Wandel. Die künftigen Gewinner im Asset Management werden sich nicht primär durch bessere Anlageideen definieren, sondern durch überlegene organisatorische Systeme. *tbü*

Drehstrom bringt Versicherungen in Wallung

Munich Ergo Asset Management (Meag) verleiht modernen Regionalzügen Schub. Diesen Schluss legt eine Mitteilung des Vermögensmanagers der Munich Re nahe. Im Auftrag institutioneller Investoren haben die Münchner die langfristige Finanzierung einer neuen Flotte batteriebetriebener Regionalzüge für das Schienennetz Nördliches Westfalen abgeschlossen. Mit dem von ihnen bereitgestellten Geld sollen 61 Triebzüge von Siemens beschafft werden. Diese sollen ab Dezember 2029 auf Regionalstrecken fahren und die bislang eingesetzten dieselbetriebenen Fahrzeuge ersetzen. Bestellt wurden sie von einer Projektgesellschaft, die dem Infrastrukturinvestor John Laing und dem Finanzierungsspezialisten Rock Rail gehört. Die Meag wiederum hat gemeinsam mit einem Konsortium internationaler Investoren die Fremdfinanzierung des Projekts strukturiert, arrangiert und bereitgestellt. Angaben zur Verzinsung machte die Meag nicht.

Solarstrom aus dem Steinbruch

Batteriebetriebene Triebzüge sind gerade bei den Anwohnern von Eisenbahntrassen willkommen, da sie keine giftigen Abgase ausstoßen. Besonders klein ist ihr ökologischer Fußabdruck aber erst dann, wenn sie mit grünem Strom auf Achse gehen. Hier kommt die Talanx-Gruppe ins Spiel, die mehr und mehr Kapital in das Geschäft mit der Photovoltaik umschichtet. Dabei geht sie beson-

ders innovativ vor. Denn die Versicherungsgruppe investiert einen zweistelligen Millionenbetrag in Photovoltaik-Anlagen in einem abgebauten Steinbruch von Heidelberg Materials am Standort Hannover. Die Rede ist vom ersten Projekt einer „langfristigen substanziellen Projektpipeline“. Dabei sollen nicht mehr bergwerklich genutzte Abbauflächen des Baustoffunternehmens für die Produktion nachhaltigen Stroms genutzt werden.

Stromspeicher im industriellen Maßstab

Chancenreich sind auch industrielle Batteriesysteme, die Strom speichern. Wie berichtet, hat Allianz Global Investors im ersten Halbjahr für Allianz-Versicherungsgesellschaften eine Beteiligung in Höhe von 51 Prozent an der Batteriespeicherplattform Green Energy Storage Initiative erworben. Und dieser Markt entwickelt sich gerade sehr dynamisch. Schon im Vorjahr war er geprägt durch stark steigende Umsätze. Parallel dazu wuchs auch die installierte Infrastruktur spürbar. Die Gesamtkapazität stieg auf rund vier Gigawattstunden, während die installierte Leistung etwa 2,5 Gigawatt erreichte. Dies geht aus der Branchenanalyse des Bundesverbands Energiespeichersysteme hervor. Für 2026 erwartet der Verband eine weitere deutliche Expansion des Großbatteriespeichermarktes. Als ein Grund dafür wird das zunehmende Arbitragepotenzial an den Strommärkten angeführt. *tbü/pe*

Termine

24. Juni 2026 in Frankfurt

DYNAMISCHE ASSET ALLOCATION

Tel.: +49 (0)6173 999 600
alphaport.de

25. Juni 2026 in München

MUNICH PRIVATE EQUITY TRAINING

Tel.: +49 (0)89 24240-131
pptraining.de/mupet

29. und 30. Juni 2026 in Frankfurt am Main

GLOBAL INFRASTRUCTURE DIALOGUE

Tel.: +44 (0)20 3287 6068
dialoguecapital.com/global-infrastructure-dialogue

17. September 2026 in Stuttgart

FAROS INVESTOREN SUMMIT 2026

Tel.: +49 (0)69 90 74 49 0
faros-consulting.de/events

5. bis 7. Oktober 2026 in München

EXPO REAL

Tel.: +49 (0)89 949-11628
exporeal.net/de/

29. Oktober 2026 in Hamburg

INFRASTRUKTUR-INVESTMENTFORUM

E-Mail: kontakt@infrastruktur-investmentforum.de
infrastruktur-investmentforum.de

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/

11. und 12. Mai 2027 in Berlin

ABA-JAHRESTAGUNG

Tel.: +49 (0)30 3385811 12
aba-online.de

Volksbank Brawo stellt Vorstandschef frei



Der Aufsichtsrat der Volksbank Brawo hat ihren langjährigen Vorstandsvorsitzenden Jürgen Brinkmann mit sofortiger Wirkung von seinen Aufgaben freigestellt. Grund dafür sind unterschiedliche Auffassungen über die künftige Ausrichtung der Unternehmensgruppe, wie die in Braunschweig und

Wolfsburg ansässige Volksbank mitteilte.

Interimistisch wird Dr. Lars Berkefeld die Führung der Brawo Group übernehmen, unterstützt von Carsten Ueberschär als Mitglied des Vorstands. Die Volksbank mit einer Bilanzsumme von 6,4 Milliarden Euro hat ein großes Rad auf dem Immobilienmarkt gedreht. Der Vorstand will „vorsorglich“ bei der Sicherungseinrichtung des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken einen Antrag auf Deckungsmaßnahmen stellen. Das solle die Neuausrichtung der Brawo Group erleichtern. *pe*

Eine Finanzchefin für die RAG-Stiftung

Die RAG-Stiftung in Essen hat am 7. Mai 2026 den im vergangenen Jahr angekündigten Wechsel im Vorstand vollzogen. An diesem Tag hat Kerstin Terhardt die Verantwortung als Chief Financial Officer der im Jahr 2007 auf Veranlassung des Bundes gegründeten Stiftung übernommen. Die 49-Jährige folgt auf Dr. Jürgen Rupp, dessen Vertrag nach zwei Amtszeiten und insgesamt sieben Jahren im Vorstand der RAG-Stiftung ausläuft. Das Kuratorium der Stiftung hatte die bisherige Geschäftsführerin der HSBC Asset Management Deutschland GmbH in das Amt bestellt. *pe*

Wechsel an der Spitze des Club of Finance

Der Club of Finance e.V. wird neuerdings von einer Frau geführt. Alexandra Burchard Gräfin von Kalnein leitet als Vorstandsvorsitzende den im Dezember 2006 gegründeten Verein, der sich als Diskussionsplattform versteht. Sie ist Geschäftsführerin der Natango Invest GmbH und gehört seit fünf Jahren dem vierköpfigen Vorstand des Club of Finance an. Nun übernahm von Kalnein dort das Amt von Dr. Hans Wilhelm Korfmacher. *tbü*

Meag ernennt neuen Leiter Infrastructure Debt

Die Meag hat Michael Kittle zum 1. Juni 2026 zum Head of Illiquid Assets Infrastructure Debt ernannt. In dieser Funktion soll er das Geschäft für Infrastrukturfinanzierungen weiter ausbauen und die strategische Weiterentwicklung des Bereichs verantworten. Kittle übernimmt den Posten von Benjamin Hemming, der ab Oktober 2014 in unterschiedlichen Positionen für die Meag tätig gewesen ist. Hemming startet am 1. Juli 2026 als Partner und Head of Origination Germany bei Rock Rail, einem Spezialisten für die Finanzierung von Schienenfahrzeugen (siehe S. 10 unten). *tbü*

Ground Control to Major Musk

Wenn im Wilden Westen Unternehmen für ein Wildes Weltall entwickelt werden, fasziniert das die Kapitalmärkte. Der Billionen-Börsengang von Space X könnte zunächst die Beteiligungsmärkte stützen und dem Aktienmarkt schaden, mittel- und langfristig aber beide Segmente unter Druck setzen. Damit, aber vor allem mit viel solideren Anlagemöglichkeiten, beschäftigt sich das Private-Markets-Forum am 24. November in Düsseldorf.

Das alternative Anlageuniversum ist groß und dehnt sich weiter aus. Längst umfasst es nicht nur die Asset-Klassen Private Equity, Infrastruktur und Private Debt. Ausdehnungen betreffen natürlich auch Unternehmensgrößen und Regionen (Asien!) sowie Vehikel wie Secondaries oder Evergreens, die offenbar laufend an Assets

PRIVATE MARKETS FORUM

gewinnen. Relativ neu stellt sich auch für die institutionelle Anleger-schaft außerdem die Frage, was sich aus der zunehmenden Bedeutung des Wealth-Segments ableitet.

Kommt via zunehmender Bewertungsfrequenz zu viel Volatilität in den Markt oder wird sich die Wealth- und Retail-Kundschaft als die langersehnte Resterampe für die Ladenhüter erweisen, die sich spätestens seit dem Zinsanstieg in den eigenen Fonds aufgestaut haben? Man wird sehen ...

Ganz aktuell auf der Private-Markets-Tagesordnung aber ist, welche Implikationen der Mega-IPO von Elon Musks Space X auf die Märkte hat – vor allem wenn wohl noch dieses Jahr mit Anthropic und Open AI zwei weitere Billionen-Börsengänge anstehen. Experten taxieren den Wert des Raumfahrtunternehmens Space X auf außerirdische 1,75 bis zwei Billionen Dollar. Dieses Volumen ist nicht viel weniger als die Marktkapitalisierung der Dax-40-Aktien zusammen. Aus Sicht von Aktionären erscheint es wenig erfreulich, wenn drei Börsengänge jedwede Liquidität abgrasen dürften und zudem beim Raumfahrtunternehmen Spaxe X die Governance von unterirdischer Qualität ist. Es droht, dass die Mega-Börsengänge in den nächsten Wochen der langanhaltenden, allen Krisen trotztene Aktienhausse den Stecker ziehen.

Doch was des einen Leid, ist des anderen Freud: Die drei IPOs könnten für den Private-Equity-Markt beziehungsweise Venture Capital ebenfalls einen Wendepunkt bedeuten – aber nach oben. Schließlich können zahlreiche Geldgeber der ersten Stunde sehr erfolgreich auscashaen. Mit dem Erlös lassen sich wiederum im Fundraising befindliche Beteiligungsfonds dotieren, womit wiederum frisches Geld in die ins Stottern geratene Private-Equity-Maschinerie fließt. Auch wegen der absehbaren Probleme für den Aktienmarkt würden dann Private-Equity-Fonds ihre Illiquiditätsprämie endlich wieder verdienen – sogar nach Kosten.

Gut möglich ist aber auch, dass der Space-X-Börsengang dem Beteiligungsmarkt nur kurzfristig hilft. Schließlich rät die Erfahrung, dass man bei unprofitablen Unternehmen mit Governance-Problemen, die sich mit Themen wie der Mars-Kolonisierung beschäftigen, Vorsicht walten lassen sollte. Preisfrage: Welche Peergroup lässt sich für die Bewertung eines Unternehmens heranziehen, das sich dem Passagier- und Frachttransport zum Mond und zum Mars widmet? In Frage käme eventuell das Luftfahrtunternehmen Volocopter Technologies, das sich mit fliegenden Passagiertaxis beschäftigte und Ende 2024 Insolvenz anmeldete.

Vielleicht sollte man als Anleger die grassierende Spaxe-X-Euphorie besser nur interessiert zur Kenntnis nehmen und sich fernhalten, wenn im Wilden Westen Investmentmöglichkeiten für ein Wildes Weltall geschaffen werden. Solidere und auf Dauer wohl rendite-trächtigere Anlagemöglichkeiten bieten sich beispielsweise bei Small Buyouts oder bei Infrastruktur-Assets. Diese sind weniger ambitioniert bewertet, haben bessere Einflussmöglichkeiten und versprechen, nicht nur den Gründer reich zu machen.

Der Klärung dieser und weiterer für Investoren wesentlich relevanter Fragen widmen wiederum wir uns auf dem Private Markets Forum. Dieses findet am 24. November in Düsseldorf statt. Seien Sie unser Gast und diskutieren Sie mit unseren Experten und uns!

portfolio institutionell



Keine Marsianer, aber viele prominente Vertreter der Kapitalanlage-Szene werden auch die dritte Auflage des Private Markets Forum beehren. Am 24. November ist es wieder so weit.

Insti goes Wealth. Wir gehen mit.

portfolio vermögensmanagement

pvm



portfolio-vm.com

portfolio
institutionell



Kanada treibt Pläne für einen neuen Staatsfonds voran

Von Tobias Bürger

Die kanadische Regierung legt den ersten nationalen Staatsfonds auf – den „Canada Strong Fund“. Investiert werden soll in Projekte und Unternehmen, die die wirtschaftliche Transformation des Landes vorantreiben. Die Nordamerikaner können bei dem langfristigen Vorhaben auf einen großen Erfahrungsschatz bei der Steuerung und Maximierung von Kapitalanlagen aufbauen.

Am Firmament der großen institutionellen Investoren wird bald ein weiterer – wenn auch winziger – Stern zu leuchten beginnen: der „Canada Strong Fund“. Der neue Staatsfonds soll nach den Worten von Premierminister Mark Carney dem Ministerium für Finanzen und nationale Einnahmen unterstellt werden. Seine Errichtung steht im Zusammenhang mit der „Build Canada Strong“-Initiative – einem umfassenden nationalen Wirtschafts- und Infrastrukturrahmen der Regierung, der unter anderem darauf abzielt, eine widerstandsfähigere Ökonomie zu fördern.

Starten soll der Staatsfonds mit einem Kapital in Höhe von 25 Milliarden kanadischen Dollar, das die Landesregierung über drei Jahre gestaffelt zur Verfügung stellen will. Es wird erwartet, dass der Fonds im Laufe der Zeit anwachsen wird – gespeist durch die Erträge, die er erwirtschaftet, und weitere Vermögenswerte, die die Regierung ihm zuweisen könnte. Umgerechnet beträgt das Startkapital rund 15,75 Milliarden Euro.

Zum Vergleich: Der deutsche Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung, bei dem es sich allerdings um einen befristeten Staatsfonds handelt, baut auf einem Stiftungskapital von 24,1 Milliarden Euro auf. Der Government Pension Fund Glo-

bal aus Norwegen hingegen hat kein Verfallsdatum. Als weltweit größter Staatsfonds mit Kapitalanlagen im Gesamtwert von rund 1,72 Billionen Euro ist er zugleich das Flaggschiff der institutionellen Investmentszene. Eines seiner Ziele ist es, dass die enormen Erdöleinnahmen des Landes sowohl der heutigen als auch künftigen Generationen zugutekommen.

Auch andere Länder, die ähnlich wie Norwegen mit natürlichen Rohstoffen gesegnet sind, verfügen über Staatsfonds, deren Finanzierungsquelle sich aus dem Rohstoffverkauf speist. Beispiele sind die Abu Dhabi Investment Authority in den Vereinigten Arabischen Emiraten oder auch die Alaska Permanent Fund Corporation aus den USA. Auch in Kanada gibt es Staatsfonds, diese sind jedoch den Provinzen des Landes zuzuordnen. Denn sie haben laut der Financial Times die Hoheit über ihre Bodenschätze und die daraus erzielten Einnahmen – und nicht die Landesregierung. Der Alberta Heritage Savings Trust Fund beispielsweise ist ein solcher Staatsfonds. Er wurde 1976 von der Provinz Alberta eingerichtet, um das Vermögen zu verwalten, das auf ihren Ölvorkommen basiert.

Expertise mit Kapitalanlagen

Kanada verfügt über herausragende Expertise im Bereich des Vermögensmanagements. Deutlich wird das auch an den sogenannten Maple Eight – einer Gruppe mächtiger Pensionsfonds des öffentlichen Sektors, die umrechnet etwa 1,28 Billionen Euro verwalten und für ihre hochentwickelten Anlagestrategien sowie ihre starke Performance bekannt sind. Ein weiterer Investmentspezialist ist die Alberta Investment Management Corporation (Aimco); der Großanleger mit zuletzt rund 113 Milliarden Euro unter den

Fittichen (Stand: 2024) belegt im Ranking des Sovereign Wealth Fund Institute den zwanzigsten Platz und gilt damit als der größte Staatsfonds Nordamerikas. Allerdings trifft diese Bezeichnung in diesem Fall nicht wirklich zu, handelt es sich bei Aimco doch um einen Marktteilnehmer, der das Kapital unterschiedlicher Investorengruppen bündelt und dabei deren Anlage- und Risikopräferenzen berücksichtigt. Zu den Kunden gehören ein knappes Dutzend Pensionspläne wie der Alberta Teachers' Retirement Fund, aber auch drei Versicherungsgesellschaften und vier Endowments Funds. In letztere Kategorie fällt der Alberta Heritage Savings Trust Fund, der als Pionier unter den Staatsfonds gilt. Er dient dazu, einen Teil der Rohstoffeinnahmen der Provinz Alberta am Kapitalmarkt anzulegen, um so ein dauerhaftes Vermächtnis für alle Einwohner der Region zu schaffen. Zum 31. Dezember 2025 belief sich der Zeitwert seiner Assets auf rund 20 Milliarden Euro. Doch das ist nur eine Momentaufnahme.

Die Provinzregierung in der Hauptstadt Edmonton verfolgt einen ehrgeizigen Plan. Dieser sieht vor, das Vermögen im Heritage Fund bis zum Jahr 2050 auf umgerechnet 157 Milliarden Euro anwachsen zu lassen, um finanzielle Stabilität und Wohlstand für die heutigen und künftigen Generationen zu schaffen. Das erhoffte Wachstum speist sich dabei nicht nur aus Anlagerenditen und thesaurierten Gewinnen, sondern auch aus Dotierungen. Für das Haushaltsjahr 2025/26 beispielsweise will die Provinzregierung 2,8 Milliarden Dollar in den Heritage Fund einzahlen. Möglich machen das entsprechende Haushaltsüberschüsse.

Kanada will seine Infrastruktur stärken

Doch kehren wir zu den Plänen von Premierminister Carney zurück, der Mitte März 2025 vereidigt wurde – genau zu Beginn des Zollstreits mit den USA. In den Pressemitteilungen, die sein Haus verlassen, findet man in letzter Zeit wiederholt das folgende Statement: „Die Welt wird zunehmend gefährlicher, gespaltener und unsicherer. Als Reaktion darauf konzentriert sich Kanadas neue Regierung auf das, was wir steuern können: den Aufbau einer stärkeren, widerstandsfähigeren und unabhängigeren kanadischen Wirtschaft.“ Vor diesem Hintergrund muss man auch den angekündigten Staatsfonds einordnen. Er ist, wie oben bereits deutlich wurde, der erste landesweite Fonds dieser Art und Teil von Carneys Bestreben, Kanada zur „stärksten Volkswirtschaft der G7“ zu machen, wie die Financial Times anmerkte – und das „zu einer Zeit, in der US-Präsident Donald Trump lähmende Zölle auf dessen wichtigste Exportgüter verhängt hat“.

Der Staatsfonds soll – gemeinsam mit dem privaten Sektor – strategisch in kanadische Projekte und Unternehmen investieren, die die wirtschaftliche Transformation des Landes vorantreiben, wie es heißt. Dazu zählen Projekte in den Bereichen saubere und konventionelle Energie, kritische Mineralien, Landwirtschaft sowie Infrastruktur. Im Mittelpunkt stehen Projekte des sogenannten „Nation-

Building“ – allen voran geht es um neue Häfen, Bergwerke sowie Handels- und Energiekorridore –, die die Ressourcen des Landes erschließen, seine heimischen Lieferketten sichern und es den Kanadiern ermöglichen sollen, neue Märkte zu beliefern. Die Erträge des Fonds werden reinvestiert, um den Canada Strong Fund noch stärker zu machen und seine Leistungsfähigkeit weiter zu erhöhen. Letztlich werde das Kapital in Investments gelenkt, die „das höchste Ertragspotenzial für Kanada bieten“, heißt es. Davon sollen auch die Kanadier profitieren; die Regierung entwickelt ein auf sie zugeschnittenes Anlageprodukt, um so auch der Bevölkerung eine unmittelbare Beteiligung am langfristigen Wohlstand der Nation zu ermöglichen.

Schon heute investiert die Regierung in Projekte und Unternehmen, um Kanadas langfristiges Wachstum und seine Wettbewerbsfähigkeit voranzutreiben. Dabei stützt sie sich zum Beispiel auf den Canada Growth Fund, einen Investmentfonds mit einem Startkapital von 15 Milliarden Dollar, der unabhängig und auf Distanz zur Staatsmacht agiert. Der Fonds wurde im Jahr 2022 gegründet und nahm im Sommer 2023 offiziell seinen Betrieb auf. Verwaltet wird er vom Investmentmanager Public Sector Pension Investment Board (PSP Investments) mit dem Ziel, privates Kapital für Projekte im Bereich des Klimawandels und der sauberen Wirtschaft zu mobilisieren. PSP Investments steuert außerdem die laufenden Rentenbeiträge der kanadischen Regierung für die Mitglieder der öffentlichen Pensionspläne des Bundesdienstes. Aber auch die kanadischen Streitkräfte sowie die Einsatzkräfte der Royal Canadian Mounted Police verlassen sich auf die Anlagespezialisten von PSP Investments.

Länderübergreifende Rentenpläne

Die Regierung unter Mark Carney treibt jedoch nicht nur die Stärkung der kanadischen Wirtschaft und die Einrichtung des neuen Staatsfonds voran; auch die grenzüberschreitende Zusammenarbeit im Bereich der Kapitalanlagen steht auf ihrer Agenda. Dies wurde im März dieses Jahres deutlich, als PSP Investments bekannt gab, im Rahmen der „Canadian–Australian Pension Funds Investment Initiative“ (CAP Invest Initiative) eine Absichtserklärung unterzeichnet zu haben. Die am 3. März 2026 von Führungskräften einiger der größten Pensionsinvestoren Australiens und Kanadas ins Leben gerufene Initiative soll die Zusammenarbeit zwischen Pensionsinvestoren beider Länder stärken und das Investitionsumfeld in den jeweiligen Rechtsräumen verbessern. Durch diese Zusammenarbeit soll zusätzliches langfristiges Kapital für private Investitionen mobilisiert werden – zugunsten von Millionen von Erwerbstätigen und Ruheständlern in beiden Ländern.

Festzuhalten bleibt: In Kanada wird langfristiges Denken großgeschrieben. Und zwar sowohl in der Wirtschaftsförderung als auch in der kapitalmarktfinanzierten Ruhestandsplanung. Und man darf gespannt sein auf die Strahlkraft des Staatsfonds.

Mehr Substanz für Nachhaltigkeitsfonds: Wie die SFDR 2.0 Vertrauen zurückbringt



Gastbeitrag von Kevin Naumann und Nils Bartsch. Naumann ist Partner, Bartsch Senior Manager im Bereich Financial Services bei KPMG Financial Services.

Rund 84 Milliarden US-Dollar haben Anleger im vergangenen Jahr aus Nachhaltigkeitsfonds abgezogen. Doch wer das Ende von ESG in der Geldanlage ausruft, denkt zu kurz. Die Entwicklung ist vielmehr Ausdruck eines Reifeprozesses: Anleger erwarten heute transparente und nachvollziehbare Produktmerkmale statt vager Versprechen. Diesem Anliegen will die EU-Kommission mit der geplanten Reform der Sustainable Finance

Disclosure Regulation (SFDR) gerecht werden. Bei KPMG sind wir davon überzeugt: Die Reform ist ein Wendepunkt und kann zu einer Renaissance von nachhaltigen Investments führen.

Von 2018 bis 2024 konnten Nachhaltigkeitsfonds weltweit jedes Jahr zwei- bis dreistellige Milliardensummen von Anlegern einsammeln. 2025 endete dieser Boom. Das hat mehrere Ursachen. Erstens hat sich das politische Klima seit der Wiederwahl von Donald Trump gewandelt, Nachhaltigkeitsambitionen haben an Bedeutung verloren. Zweitens schnitten ESG-orientierte Assets bei der Rendite zuletzt schlechter ab als klassische. Das dürfte viele Investoren zum Umschichten bewegt haben. Und drittens haben Meldungen über Greenwashing-Fälle und die EU-Offenlegungsver-

ordnung, die Auslegungsspielräume bei Begriffen wie „nachhaltigen Investments“ bot, insbesondere Privatanleger verunsichert.

Dennoch ist die ESG-orientierte Geldanlage kein Tabuthema geworden: Eine Umfrage des Morgan Stanley Sustainability Institute aus dem vergangenen Jahr ergab, dass 88 Prozent der privaten Anleger weltweit an nachhaltigen Anlagen interessiert sind. Allerdings müssen sich Nachhaltigkeitsinvestments im aktuellen Marktumfeld neu beweisen. Private und institutionelle Investoren achten längst nicht nur auf die Rendite, sondern zunehmend auch darauf, dass Asset Manager ihre Nachhaltigkeitsversprechen belastbar und konsistent belegen können.

SFDR 2.0: Ein neuer Standard für echtes Vertrauen

Genau hier setzt der aktuelle Gesetzesvorschlag der EU-Kommission an: Die Sustainable Finance Disclosure Regulation 2.0 (SFDR 2.0) zielt darauf ab, Greenwashing-Risiken zu reduzieren, nachhaltige Finanzprodukte besser vergleichbar zu machen sowie die Vorgaben aus der EU-Taxonomie und der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) besser miteinander zu verknüpfen. Um Auslegungsspielräume bei Begrifflichkeiten zu verringern und Rechtssicherheit zu schaffen, wird die bisherige Artikel-8/9-Systematik durch vier Produktkategorien abgelöst:

- „Sustainable“ (Artikel 9): Produkte mit nachhaltigkeitsbezogenem Ziel
- „ESG Basics“ (Artikel 8): Produkte mit einer Vielfalt möglicher ESG-Investmentansätze
- „Transition“ (Artikel 7): Transformationsprodukte

- Nicht-kategorisierte Produkte (Artikel 6): Produkte ohne nachhaltige Merkmale oder Ziele, für die Anbieter aber erklären müssen, warum sie nicht kategorisiert sind und wie sie Nachhaltigkeitsrisiken berücksichtigen.

Besonders hervorzuheben ist die neue Transitions-Kategorie. Sie berücksichtigt erstmals Investitionen in Unternehmen oder Projekte, die aktuell noch nicht nachhaltig sind, dieses Ziel jedoch nachvollziehbar und messbar verfolgen. Etwa ein Autohersteller, der seine Flotte in den kommenden zehn Jahren komplett elektrifizieren will. Das einzige Manko sind die derzeit vorgesehenen Ausschlüsse bestimmter Branchen. Dazu zählen unter anderem Unternehmen aus dem Energiesektor, die fossile Brennstoffe nutzen. Dabei hat gerade dieser Sektor großes Transformationspotenzial.

Die neuen Produktkategorien haben einen gemeinsamen Rahmen: Mindestens 70 Prozent des Portfolios müssen die jeweiligen Kriterien erfüllen, bestimmte Branchen wie Rüstung und Kohle sind ab bestimmten Grenzwerten ausgeschlossen (verpflichtende Mindestausschlüsse), zudem existiert eine einheitliche Liste zulässiger Vermögenswerte. So ist klar zu unterscheiden, ob ein Fonds nachhaltige Projekte finanziert, den Übergang unterstützt oder ESG-Faktoren lediglich integriert. Und die 70-Prozent-Quote bringt eine neue Verbindlichkeit. Begriffe wie „nachhaltig“, „grün“ oder „ESG“ dürfen nur verwendet werden, wenn die Mindeststandards der jeweiligen Kategorie erfüllt sind – für Produktnamen wie auch für sämtliche Marketingmaterialien.

Strategische Weichenstellung für Asset Manager

Aktuell wird über den Gesetzesvorschlag der EU-Kommission noch beraten. Vorgesehen ist, dass Institute nach Inkrafttreten rund ein Jahr Zeit für die Umsetzung haben. Asset Manager sollten zuerst prüfen, inwieweit das aktuelle Produktangebot mit neuen Kategorien vereinbar ist. Daraus ergeben sich zwei Handlungsoptionen: Asset Manager können entweder ihre Fonds so umstrukturieren, dass sie die Kriterien erfüllen. Oder sie kommen zum Ergebnis, dass die neuen Vorgaben nicht zur Strategie passen. Dann ist die Umkategorisierung der logische Schluss. In beiden Fällen empfiehlt sich der frühzeitige Dialog mit den institutionellen Investoren, um Erwartungen, Umsetzbarkeit und strategische Entscheidungen transparent zu erläutern.

Entscheiden sich die Institute zur Neuausrichtung der Produktpalette im Sinne der SFDR 2.0, dann sind als nächstes die internen Abläufe zu überarbeiten. Offenlegungs-, Marketing-, ESG-Governance-, Kontroll- und Beratungsprozesse müssen grundlegend neu konzipiert werden. Das bedeutet zwar zunächst neue Aufwände. Doch ist die Umstellung einmal vollzogen, profitieren die Institute von weniger Bürokratie und schlanken Reporting-Prozessen. So werden beispielsweise in den Fonds-Prospekten die

sehr umfangreichen Anhänge mit bis zu 18 Seiten auf zwei bis drei Seiten reduziert. Auch müssen Asset Manager künftig nicht mehr jährlich auf Unternehmensebene einen detaillierten Bericht in Gestalt des Principal Adverse Impact Statement (PAI) über die Nachhaltigkeitsauswirkungen ihrer Investitionen veröffentlichen. Stattdessen reduziert sich die PAI-Berichterstattung auf die Fonds, die unter die SFDR-Kriterien fallen.

Chancen und neue Dynamik: Investieren auf Augenhöhe

Für Anleger bedeutet die SFDR 2.0 einen spürbaren Qualitätsgewinn: Die neue Regulierung schafft langfristig die ersehnte Klarheit und Einfachheit, indem sie den Markt von der bloßen Transparenzverordnung hin zu einem echten Produkt-Standard führt. Die Dynamik zwischen Asset Managern und Investoren wandelt sich dabei grundlegend hin zu einem Dialog auf Augenhöhe. Statt Marketing-Labels rücken belastbare Fakten in den Fokus. Diese neue Ehrlichkeit stärkt das Vertrauen und bereitet den Boden für eine Renaissance nachhaltiger Investments. Anleger können nun präzise steuern, ob sie bereits „grüne“ Ziele verfolgen oder gezielt Branchen finanzieren wollen, die sich transformieren.

Regionale Anker: Vertrauen durch Sichtbarkeit

Ein oft noch zu wenig genutzter Hebel für die Akzeptanz von Nachhaltigkeitsfonds ist der regionale Bezug. Erfahrungen aus den Bereichen der Alternatives und Eltifs zeigen, dass Investments in örtliche Projekte auf positive Resonanz stoßen. Wenn Anleger sehen, dass ihr Kapital direkt in die Transformation der lokalen Infrastruktur wie etwa in umweltfreundliche Busflotten fließt, schafft dies eine Identifikation, die über abstrakte ESG-Kennzahlen hinausgeht. Solche greifbaren Projekte können gerade in Zeiten volatiler Märkte als stabilisierende Komponente im Portfolio und in der Kundenkommunikation dienen.

Fazit: Bereit für die Renaissance

Nachhaltigkeit ist kein kurzfristiger Trend, der durch politische Zyklen oder temporäre Renditeentwicklungen verschwindet. Die strukturellen Herausforderungen der Transformation bleiben bestehen und erfordern erhebliche Kapitalströme. Die SFDR 2.0 kann dazu beitragen, die Qualität nachhaltiger Finanzprodukte deutlich zu erhöhen. Wer diese Chance zur Professionalisierung nutzt, positioniert Nachhaltigkeit nicht als Marketing-Add-on, sondern als belastbares Fundament einer zukunftsorientierten Anlagestrategie.

Lehren aus Cum-ex gehen zu Lasten von Investoren



Gastbeitrag von Alexander Heist, Partner Risk, Regulatory & Forensic, Deloitte.

Der Gesetzgeber zog aus dem Cum-Ex- und Cum-Cum-Skandal Konsequenzen: Anfang 2027 tritt das digitale MiKaDiv-Meldeverfahren in Kraft. Dieser nationale Sonderweg erfordert größere Vorleistungen der deutschen

Marktinfrastuktur und damit höhere Administrationskosten. Ebenfalls kritisch für Investoren: Berechtigte Steuererstattungen bei Dividendenabzügen könnten vorerst nicht ausgezahlt werden.

Die sogenannten Cum-Ex- und Cum-Cum-Gestaltungen haben dem deutschen Fiskus nach übereinstimmender Einschätzung von Justiz, Finanzverwaltung und parlamentarischer Aufarbeitung über Jahre hinweg erhebliche Steuerausfälle in einem mehrstelligen Milliardenbereich zugefügt. Unabhängig von der strafrechtlichen Bewertung einzelner Sachverhalte legten diese Modelle vor allem eines offen: strukturelle Schwächen des bisherigen Systems der Kapitalertragsteuererhebung, -bescheinigung und -entlastung.

1. Hintergrund: vom Vertrauensverlust zur Vorab-Kontrolle

Im Kern zielten steuergetriebene Geschäftsmodelle darauf ab, Kapitalertragsteuer nicht abzuführen oder mehrfach erstatten zu lassen, indem man rechtliche, zeitliche und funktionale Brüche in den Abwicklungs- und Meldekettens ausnutzte. Voraussetzung hierfür war weniger eine einzelne Gesetzeslücke als vielmehr ein System, das auf nachgelagerte Kontrolle und wechselseitiges Vertrauen

zwischen Marktteilnehmern untereinander und Finanzverwaltung setzte – bei gleichzeitiger mangelnder Transparenz über wirtschaftliches Eigentum, Haltedauern und Absicherungspositionen.

Bereits 2016 führten Finanzverwaltung und Wissenschaft aus, dass die für eine sachgerechte Prüfung nötigen Informationen nicht verfügbar seien und insbesondere depotführende Stellen faktisch nicht überprüfen könnten, ob steuerrechtliche Ansprüche vorlägen. Diese Diagnose ist der Ausgang eines grundlegenden regulatorischen Kurswechsels: weg von der reaktiven Prüfung einzelner Erstattungsfälle, hin zu einer präventiven, datenbasierten Vorab-Kontrolle. Das Abzugssteuerentlastungsmodernisierungsgesetz (AbzStEntModG) und daran anknüpfenden Melde- und Transparenzregime – allen voran das bislang kaum bekannte MiKaDiv-Meldewesen („Mitteilungsverfahren Kapitalertragsteuer auf Dividenden und Hinterlegungsscheine“) – sind Ausdruck dieses Paradigmenwechsels. Ihr Ziel ist es, die strukturelle Nichtprüfbarkeit des bisherigen Systems durch vorgelagerte Meldepflichten, Zentralisierung und digitale Prüfmechanismen zu überwinden.


2. Das AbzStEntModG als Zäsur

Mit dem Abzugssteuerentlastungsmodernisierungsgesetz hat der Gesetzgeber ausdrücklich auf die im Cum-Ex- und Cum-Cum-Kontext offengelegte strukturelle Nichtprüfbarkeit des bisherigen Systems reagiert. Anders als frühere punktuelle Gesetzesänderungen stellt das AbzStEntModG dabei keinen bloßen Reparaturversuch einzelner Normen dar, sondern markiert eine systemische Zäsur im Umgang mit Kapitalertragsteuer und Quellensteuerentlastungen. Kern des Reformansatzes ist die Abkehr vom bislang


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

dominierenden Modell der nachgelagerten Einzelfallprüfung durch die lokalen Finanzämter. An dessen Stelle tritt ein zentralisiertes, digital gestütztes Vorab-Entlastungsverfahren unter der Federführung des Bundeszentralamts für Steuern (BZSt). Steuerentlastungen sollen – zumindest dem gesetzgeberischen Leitbild nach – nicht mehr auf Basis von Papierbescheinigungen, sondern auf Grundlage strukturierter, standardisierter Datenströme erfolgen, die vor Auszahlung der Dividende einer Plausibilitätsprüfung unterzogen werden können.

Besondere Aufmerksamkeit erfuhr in diesem Zusammenhang Paragraph 36a EStG. Die Norm versucht, missbräuchliche Steuergestaltungen über subjektive Tatbestandsmerkmale wie Haltedauer, wirtschaftliches Eigentum oder das Fehlen kompensierender Absicherungsgeschäfte einzugrenzen. In der praktischen Anwendung zeigt sich jedoch, dass diese Kriterien gerade bei institutionellen Investoren, bei Market-Making-Aktivitäten sowie im Kontext regulatorisch gebotener Mikro- und Makro-Hedges nur eingeschränkt trennscharf operationalisierbar sind. Die Verantwortung für die Prüfung wird dabei faktisch auf Intermediäre verlagert, denen weder ein vollständiger Datenzugriff noch eine rechtliche Bewertungskompetenz für komplexe Gesamtpositionen zukommt.

Vor diesem Hintergrund gewinnt der infrastrukturelle Teil des AbzStEntModG besondere Bedeutung. Die eigentliche regulatorische Innovation liegt weniger in der materiell-rechtlichen Verschärfung einzelner Anspruchsvoraussetzungen als vielmehr in dem Versuch, transparente, vorab auswertbare Datenlagen zu schaffen. Genau an diesem Punkt setzt das bislang wenig beachtete Meldewesen nach der MiKaDiv-Richtlinie an.

3. MiKaDiv: Deutsches Meldewesen ohne Datengrundlage

Das ab dem 1. Januar 2027 vorgesehene MiKaDiv-Meldewesen stellt zunächst einen nationalen Sonderweg dar. Anders als vielfach angenommen handelt es sich nicht um eine bloße Vorwegnahme oder unmittelbare Umsetzung des europäischen FASTER-Regimes, dessen Anwendung erst ab 2030 vorgesehen ist. Ob und inwieweit sich beide Systeme inhaltlich, technisch und funktional decken werden, ist derzeit offen. Fest steht hingegen, dass MiKaDiv eigenständig konzipiert ist und damit erhebliche Vorleistungen von der deutschen Marktinfrastruktur verlangt.

Ziel von MiKaDiv ist, steuerlich relevante Kapitalmarkttransaktionen rund um Dividendenstichtage entlang der gesamten Abwicklungs- und Verwahrkette transparent zu machen. Erfasst werden sollen unter anderem Informationen zum wirtschaftlichen Eigentum, zu Haltedauern, zu Intermediärsrollen sowie zu Transaktionen in zeitlicher Nähe zum Record Date. Der Anspruch ist hoch – das strukturelle Problem liegt jedoch darin, dass die hierfür benötigten Daten bislang gerade nicht existieren. Zwar fallen im Rahmen der Wertpapierabwicklung bereits heute umfangreiche Meldedaten an. Diese

beruhen aber auf unionsrechtlichen Regelwerken mit völlig anderer Zielsetzung. EMIR, MiFID II, MiFIR, die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) sowie nationale Umsetzungsgesetze wie das FiMaNoG dienen primär der Marktstabilität, der Transparenz des Handels, der Aufsicht über systemische Risiken oder der Verhinderung von Insiderhandel. Sie adressieren nicht die steuerliche Zurechnung von Dividenden oder deren Surrogaten. Die dort erhobenen Informationen sind daher weder inhaltlich noch strukturell geeignet, die spezifischen Prüfkriterien von MiKaDiv zu erfüllen.

Besonders deutlich wird dies im Kontext der EU-Marktmissbrauchsverordnung. Naheliegender wäre der Gedanke, dass rund um den Dividendenstichtag erfolgende Kauf- und Verkaufsgeschäfte – etwa im Rahmen von Absicherungs- oder Leihekonstellationen – als marktmissbräuchliche Scheingeschäfte qualifiziert werden könnten. Genau dies verneinte die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA. In einer Anhörung vor dem Europäischen Parlament zu Cum-Cum- und Cum-Ex-Gestaltungen stellte ESMA klar, dass der gleichzeitige Kauf und Verkauf von Wertpapieren für sich genommen keine sogenannten Wash Trades im Sinne der MAR darstellt, sofern kein Täuschungseffekt über Marktpreis oder -umsatz vorliegt. Steuerlich motivierte Strukturierungen bleiben damit aufsichtsrechtlich neutral, liefern aber zugleich keine verwertbaren Daten für steuerliche Vorab-Kontrollen. Solche Geschäfte finden sozusagen unter dem Radar der jeweiligen Handelsüberwachungsstellen statt. MiKaDiv zielt somit auf Informationen ab, die aus der bestehenden Marktregulierung weder abgeleitet noch rekonfiguriert werden können. Die nötigen Daten müssen erst geschaffen, technisch integriert und organisatorisch verankert werden. Damit gehen erhebliche Kosten für Banken, Verwahrstellen, zentrale Abwicklungsinfrastrukturen und auch für nationale Zentralverwahrer einher. Diese Kosten resultieren nicht aus einer doppelten Meldung vorhandener Informationen, sondern aus dem Aufbau eines neuen, steuerlich motivierten Datenhaushalts.

Somit gewinnt die Frage Relevanz, ob ein national isoliertes Meldewesen wie MiKaDiv langfristig tragfähig ist – oder ob es sich lediglich um eine Übergangslösung handelt, deren Strukturen später erneut angepasst oder ersetzt werden müssen. Genau diese Frage wird im Zusammenhang mit der ab 2030 vorgesehenen europäischen FASTER-Architektur und den Bestrebungen zur weiteren Integration der Kapitalmarktinfrastruktur neu zu stellen sein.

4. Transparenz ohne Struktur – Risiko für Markt und Staat

MiKaDiv verfolgt ein nachvollziehbares und politisch legitimes Ziel: die Herstellung steuerlicher Transparenz dort, wo das bisherige System versagt hat. Ohne eine grundlegende Modernisierung der zugrunde liegenden Marktinfrastruktur droht das Meldewesen jedoch zu einem teuren, bürokratischen Zwischenregime zu werden, dessen Nebenwirkungen die avisierten Vorteile überlagern könnten. Diese Gefahr wird durch aktuelle

steuerpolitische Entwicklungen verstärkt. So hat Bundesfinanzminister Lars Klingbeil jüngst einen Aktionsplan zur Bekämpfung von Steuerhinterziehung vorgestellt, der unter anderem eine verstärkte Nutzung von Künstlicher Intelligenz beim Bundeszentralamt für Steuern vorsieht. KI-gestützte Analysen sollen helfen, komplexe Muster zu erkennen und Risiken frühzeitig zu identifizieren. Was auf den ersten Blick nach einem konsequenten Modernisierungsschritt klingt, wirft jedenfalls im Zusammenspiel mit MiKaDiv erhebliche systemische Fragen auf. Denn eine KI ist nur so gut wie die Daten, mit denen sie arbeitet. MiKaDiv-Meldungen werden notwendigerweise aus heterogenen, dezentralen und funktional nicht harmonisierten Datenquellen gespeist. Inkonsistenzen, Brüche in den Abwicklungslogiken und unterschiedliche wirtschaftliche Interpretationen derselben Transaktion sind kein Fehlverhalten, sondern Ausdruck eines fragmentierten Marktdesigns. Eine KI, die solche XML-basierten Meldedaten analysiert, wird folgerichtig eine Vielzahl von „Red Flags“ generieren. Was sie jedoch nicht lernen kann, ist das „optimale“ oder gar konsistente Funktionieren eines Systems, das strukturell gar nicht einheitlich organisiert ist.

Für die Praxis bedeutet dies ein doppeltes Risiko: Zum einen erhöhen sich die Kosten der Marktteilnehmer durch den Aufbau und Betrieb eines komplexen Meldewesens erheblich. Zum anderen besteht die Gefahr, dass berechtigte Steuererstattungen aufgrund algorithmischer Auffälligkeiten zunächst nicht ausgezahlt werden. Im Zweifel wird die Verwaltung – insbesondere vor dem Hintergrund politischer Sensibilität – eher zurückhaltend agieren. Die Erfahrung mit langwierigen Ermittlungs- und Prüfverfahren, etwa im Kontext der Cum-Ex-Aufarbeitung in Köln, nährt die Befürchtung, dass Rückerstattungen über Jahre blockiert bleiben könnten. Die Rendite institutioneller Investitionen würde damit nicht nur durch Melde- und Compliance-Kosten geschmälert, sondern auch durch erhebliche Liquiditäts- und Planungsrisiken.

Infolgedessen stellt sich die grundlegende Frage, ob ein national isoliertes Melde- und Kontrollregime der richtige Weg ist – oder ob nicht ein struktureller Ansatz auf europäischer Ebene vorzuzugwürdig wäre. Die ab 2030 vorgesehene FASTER-Architektur, verbunden mit Initiativen der EZB und des Eurosystems wie T2S sowie DLT-basierte Projekte wie Pontes und Appia, eröffnet hier eine alternative Perspektive: Eine integrierte Kapitalmarktinfrastruktur mit einer Single Source of Truth, in der steuerlich relevante Informationen nicht nachträglich erstellt und gemeldet werden, sondern systemimmanent entstehen. Ein solcher Ansatz könnte Transparenz, Effizienz und Rechtssicherheit zugleich erhöhen – und dabei Bürokratie abbauen, statt neu zu schaffen. Und er würde dem Ziel der Vollendung der europäischen Kapitalmarktunion besser entsprechen als nationale Sonderwege, deren Kosten und Komplexität letztlich die Standort-Attraktivität belasten. Die Debatte um MiKaDiv ist damit mehr als eine steuertechnische Frage. Sie ist ein Lackmustest dafür, ob Europa bereit ist, Kapitalmarktregulierung und Marktinfrastruktur endlich zusammenzudenken.

#privatemarkets

Transport: ÖPPs zur Finanzierung, H₂-Lkws zur Dekarbonisierung

Neue Perspektiven auf Prämien, Umsetzungen und Segmente

portfolio
institutionell

Die Rubrik der Meinungsführer

ÖPP gehören wieder auf die Agenda

Der Zustand der deutschen Infrastruktur macht es dringlich, über alternative Wege der öffentlichen Beschaffung nachzudenken. Sehr skeptisch sieht die Öffentlichkeit aber Öffentlich Private Partnerschaften (ÖPP). In Deutschland sieht man ÖPP oft fälschlicherweise als Privatisierung der Infrastruktur. Eigentlich handelt es sich eher um einen langlaufenden Bau- und Betreibervertrag mit privaten Kapitalgebern. ÖPP laufen typischerweise 30 Jahre und danach fällt der Vertragsgegenstand an den Staat zurück.

Im Fall der Verkehrsinfrastruktur kommen ÖPP bisher fast exklusiv beim Ausbau von Autobahnen zum Einsatz. Laut Berichten der Bundesregierung ist die Zufriedenheit des Auftraggebers mit den Projekten durch die Bank hoch. Auch bezüglich der Termintreue ist der Befund eindeutig: Alle Autobahnstrecken, deren Ausbau per



ÖPP erfolgte, wurden vor dem geplanten Termin fertig. Bezüglich der Kostentreue hängt das Bild vom Vergütungssystem ab. In den älteren Projekten, bei denen die Vergütung über die Lkw-Maut erfolgte, gab es große Abweichungen in beide Richtungen. Bei neueren Projekten, bei denen die Vergütung anhand

der freien Verfügbarkeit der Strecken erfolgt, lagen die Kostenüberschreitungen unter fünf Prozent gegenüber dem Soll. Es werden keine Vergleichswerte für Projekte in der konventionellen Beschaffung bereitgestellt, aber die anekdotische Evidenz spricht dafür, dass diese deutlich schlechter abschneiden. Leider kam aber die Vergabe neuer ÖPP-Projekte quasi zum Erliegen. Stand heute befindet sich kein Projekt mehr in der Bauphase und nur ein neues Projekt soll in absehbarer Zeit neu vergeben werden. Der Einsatz von ÖPP wurde also in dem Moment weitgehend gestoppt, wo man das Instrumentarium für seinen Einsatz optimiert hatte.

Um eines klarzustellen: ÖPP-Modelle sind nur für vergleichsweise wenige öffentliche Bauprojekte geeignet. Sie können daher nur eine Ergänzung zu den etablierten Methoden darstellen. Als Faustformel gilt: Je komplexer das Projekt, desto wahrscheinlicher, dass die Umsetzung als ÖPP Vorteile bietet. In Zeiten des Sondervermögens sollte jetzt eine steigende Zahl solcher Projekte verfügbar werden. Es kommt hinzu, dass der öffentlichen Hand vielfach die erforderlichen personellen Ressourcen fehlen, um diese Projekte mit eigener Bauablaufplanung und -überwachung umzusetzen. Dies wiegt umso schwerer, weil die Mittel aus dem Sondervermögen Infrastruktur eine zentrale Voraussetzung dafür sind, den erheblichen Investitionsrückstand endlich aufzuholen. Es ist daher an der Zeit, die Alternative ÖPP wieder vermehrt mitzudenken.

Thomas Puls, Senior Economist, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Infrastruktur-Secondaries bieten Chancen

2025 war ein Rekordjahr für Infrastruktur-Sekundärmarkttransaktionen mit einem Volumen von rund 25 Milliarden US-Dollar. Seit 2016 wuchs das weltweit verwaltete Infrastrukturvermögen mit rund 17 Prozent jährlich und übertraf andere Private Markets.

Dies führt zu attraktiven Perspektiven für Infrastruktur-Secondaries. Das hohe Volumen der Primärkapitalbeschaffung im Infrastrukturbereich, die zunehmende Fondsreife sowie die wachsende Zahl spezialisierter Manager dürften kurz- bis mittelfristig zu einem steigenden Angebot an Sekundärtransaktionen führen. Ein Treiber hierfür ist auch der erhöhte Liquiditätsbedarf von LPs



und GPs. Entsprechend zählt das Segment zu den wachstumsstärksten, zugleich aber weiterhin unterkapitalisierten Bereichen des globalen Sekundärmarktes. Laut PJT ist das Marktvolumen in den vergangenen zwei Jahren von rund elf auf etwa 25 Milliarden US-Dollar gestiegen; bis Ende des

Jahrzehnts werden rund 45 Milliarden US-Dollar erwartet.

Sekundärmarkttransaktionen im Infrastrukturbereich verbinden die stabilen, defensiven und cashflow-starken Eigenschaften von Infrastrukturinvestitionen mit den Vorteilen des Sekundärmarktes. Sie ermöglichen Anlegern in der Regel Investitionen in bereits reifere Fonds, die ihre Wertschöpfungs- oder Ertragsphase erreicht haben und daher mit geringeren Risiken verbunden sind. Gleichzeitig lässt sich die bei Primärinvestitionen typische J-Kurve deutlich abmildern. Investoren erhalten dabei Zugang zu etablierten Portfolios mit kürzeren verbleibenden Laufzeiten und besser



planbaren Exit-Zeitpunkten. Gerade Infrastrukturprojekte haben häufig bereits früh laufende Ausschüttungen, was die Transparenz und Planbarkeit der Renditen zusätzlich verbessert.

Sekundärmarkttransaktionen ermöglichen Zugang zu hochwertigen Infrastrukturanlagen, die sonst nicht am

Markt verfügbar wären. Anleger können so in Anlagen investieren, die über viele Jahre aufgebaut wurden und man langfristig halten will. Insgesamt unterstreichen diese Eigenschaften die Bedeutung von Infrastruktur-Secondaries als sinnvolle Ergänzung institutioneller Portfolios. Angesichts des wachsenden Fokus auf frühere Cashflows, höhere Transparenz und Qualität dürften Secondaries eine größere Rolle in den Private-Markets-Allokationen spielen.

Maria Aguilar-Wittman und **Tilman Mueller**, Co-Heads of Infrastructure Funds, Co-Investments & Secondaries, Allianz GI

Lkw-Finanzierung als Infrastrukturthema

Die Dekarbonisierung des Schwerlastverkehrs scheitert heute nicht mehr an fehlender Technologie: Nahezu alle großen Lkw-Hersteller bieten inzwischen serienreife emissionsfreie Modelle an. Die Frage ist, wie die Transformation finanziert wird. Denn emissionsfreie Lkw – ob batterieelektrisch oder wasserstoffbetrieben – sind in der



Anschaffung deutlich kapitalintensiver als konventionelle Diesel-Lkw. Zugleich steigt mit den europäischen Klimazielen der Druck auf Industrie, Handel und Logistik, ihre Lieferketten nachhaltig zu transformieren. Viele Unternehmen wollen emissionsfreie Transporte. Jedoch geraten klassische Investitions-

modelle an ihre Grenzen – insbesondere in der Transportbranche mit ihrer hohen Kostensensitivität und geringen Margen.

An dieser Schnittstelle entstehen neue Geschäftsmodelle. hylane setzt auf „Transport-as-a-Service“: Das Unternehmen beschafft emissionsfreie Lkw und managt die Investitions-, Technologie- und Restwertrisiken. Kunden zahlen nur für gefahrene Kilometer. So verschiebt sich deren Investitionslogik grundlegend: Aus hohen Capex-Investitionen werden planbare operative Kostenstrukturen. Die Markteintrittshürden sinken für Logistikunternehmen.

Für Investoren entsteht ein neues Segment realer Dekarbonisierungs-Assets. Emissionsfreie Lkw weisen zunehmend Merkmale klassischer Infrastrukturinvestments auf: hohe Anfangsinvestitionen, langfristige Nutzung, regulatorisch gestützte Nachfrage und wiederkehrende Cashflows. Dem stehen sektorspezifische Risiken wie Konjunkturabhängigkeit, Technologiesprünge oder Wiedervermarktungsrisiken gegenüber. Diesen lässt sich aber unter anderem über langfristige Leasingverträge, vertraglich fixierte Rückkaufoptionen oder breite Kundendiversifikation entgegenwirken.

hylane hat das Ziel, als Vermieter für emissionsfreie Lkw europaweit führend zu werden. Dafür gibt es Unterstützung mit privatem Kapital von Palladio Partners und der DEVK. Palladio Partners' Einstieg als Infrastrukturinvestor unterstreicht die kapitalmarktseitige Relevanz des Mietmodells. Das Kapital stammt aus einem Fonds, der die nachhaltige Transformation der Wirtschaft durch Infrastrukturinvestitionen vorantreiben soll. Zudem bringt der Investor tiefe Expertise und ein großes industrielles Netzwerk mit.

Die Güterverkehr-Dekarbonisierung könnte sich von einem industriepolitischen Zukunftsthema zu einem eigenständigen Infrastruktursegment entwickeln. Im Fokus steht dabei der Aufbau langfristig nutzbarer Transport- und Energieinfrastruktur. Hier entstehen nachhaltige und langfristig tragfähige Investitionsfelder.

Dr. Sara Schiffer, Chief Executive Officer, hylane GmbH

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.

Mit freundlicher Unterstützung von:

Allianz 
Global Investors

Private Debt: Zwischen Rückgabedruck und Kreditrealität

Von Jens Kummer

Nicht erfüllte Rückgabewünsche waren ein kalter Schauer auf die Begeisterung der Investoren für Private Debt. Anlegern sollte jedoch bewusst sein, dass es sich immer wieder als problematisch erweist, wenn illiquide Assets in angeblich fungible Vehikel verpackt werden – und dass fehlende Liquidität noch lange keinen Default bedeutet. Sinnvoll ist nun, sich mit den Hintergründen des Marktes zu befassen. Mögliche Schlussfolgerung könnte dann sein, dass ein Kreditproblem nicht gegeben ist.

Private Debt steht unter Druck – allerdings nicht primär aufgrund steigender Ausfälle, sondern infolge wachsender Rückgabeanträge. Besonders deutlich zu erkennen ist diese Marktentwicklung bei den Exit-Wünschen im Fall von nicht börsengehandelten BDCs, also den Business Development Companies: Die entsprechende Financial-Times-Grafik auf der folgenden Seite zeigt einen signifikanten Anstieg der Rückgabewünsche in diesen US-Kreditvehikeln, die Investoren über illiquide Kreditportfolios Zugang zu mittelgroßen privaten Unternehmen im Mid-Market-Segment eröffnen und strukturell semi-liquiden Lösungen wie Eltifs ähneln. Entsprechend der Produktarchitektur werden Rückgaben derzeit anteilig bedient.

Diese Entwicklung lenkt den Fokus auf zentrale Fragestellungen rund um die Bewertung, die Liquidität und die Struktur der Produkte. Mit einem von den Spezialisten von Morgan Stanley geschätzten Marktvolumen von 450 bis 490 Milliarden Dollar, was etwa 20 bis 25 Prozent des US-Direktkreditmarktes entspricht, bleiben die Rückgaben bislang jedoch moderat und liegen aggregiert bei etwa zwei Prozent.

Wenn eine Anlageklasse, die lange Zeit als stabiler Ertragsbaustein mit attraktiven Renditen von rund acht bis elf Prozent galt, verstärkt unter Beobachtung gerät, lohnt sich ein Blick auf die konkreten Auslöser der Debatte. Im Fall von Private Debt richtet sich die Aufmerksamkeit derzeit insbesondere auf BDC-Manager wie Blue Owl. Eine Quelle beim in die Schlagzeilen geratenen Investmentmanager Blue Owl merkt an, dass die aktuelle Diskussion häufig fälschlicherweise als Kreditproblem dargestellt wird, während es sich eher um ein Wahrnehmungsproblem handelt. Semi-liquide Fonds werden zunehmend durch die Brille liquider Märkte beurteilt, was zu Missverständnissen führen kann.

Wahrnehmungs- und nicht Kreditproblem

BDCs können sowohl börsennotiert sein – typischerweise als Closed-End-Fonds an der NYSE – als auch privat und dauerhaft (Evergreen-Struktur) angeboten werden, was eine wichtige strukturelle Unterscheidung darstellt. Die dauerhaft angebotenen, nicht börsengehandelten BDCs bieten Investoren periodische Liquidität, in der Regel fünf Prozent pro Quartal. Rückgaben aus diesen „semi-liquiden“ Strukturen waren im ersten Quartal 2026 erhöht, was auf die Marktstimmung bezüglich der Kreditqualität von Softwarekrediten zurückzuführen ist.

Börsennotierte Business Development Companies hingegen bieten keine Rückgaben und werden als Aktien an der New York Stock Exchange gehandelt. Diese notieren aktuell mit deutlichen Abschlägen auf den Nettoinventarwert (NAV), was auf mögliche Kreditprobleme in den Portfolios hindeuten könnte, die im NAV noch nicht reflektiert sind. Marktpreise werden jedoch häufig

stärker von Stimmung, Liquiditätspräferenzen und Handelsdynamiken geprägt. Ein Senior-Loan-Portfolio, das bis zur Endfälligkeit gehalten wird, lässt sich nicht eins zu eins mit diesen Signalen vergleichen. In jedem Markt gibt es Phasen, in denen Fundamentaldaten und technische Faktoren auseinanderlaufen – und genau das scheint aktuell der Fall zu sein: Der Börsenkurs eines Vehikels entspricht nicht zwangsläufig dem intrinsischen wirtschaftlichen Wert des zugrunde liegenden Kreditportfolios, ein Phänomen, das sich in ähnlicher Form auch bei Immobilienaktien beobachten lässt, die teils über längere Zeiträume mit Auf- oder Abschlägen auf ihre NAVs handeln.

Die Kreditperformance börsennotierter BDC-Portfolios ist öffentlich verfügbar und wird quartalsweise an Investoren, Regulatoren, Prüfer und Ratingagenturen berichtet. Diese Daten zeigen stabile Portfolios, breite Diversifikation, niedrige Beleihungsquoten (LTVs) und robuste operative Entwicklungen bei den Kreditnehmern. In dieser Hinsicht besteht eine Diskrepanz zwischen den Börsenbewertungen der Vehikel und der tatsächlichen Performance der zugrunde liegenden Portfolios.

Der sensible Punkt: Software, KI und die Bewertungsfrage

Während in der breiten Medienberichterstattung mögliche Verluste, Bewertungsfragen und Software-Risiken dominieren, erhalten stabile Kreditperformance, konservative Strukturen und solide Liquiditätssteuerung deutlich weniger Aufmerksamkeit. Diese Perspektive ist entscheidend für das Verständnis des Private-Credit-Marktes und der medialen Aufmerksamkeit, der diese Anlageklasse ausgesetzt ist.

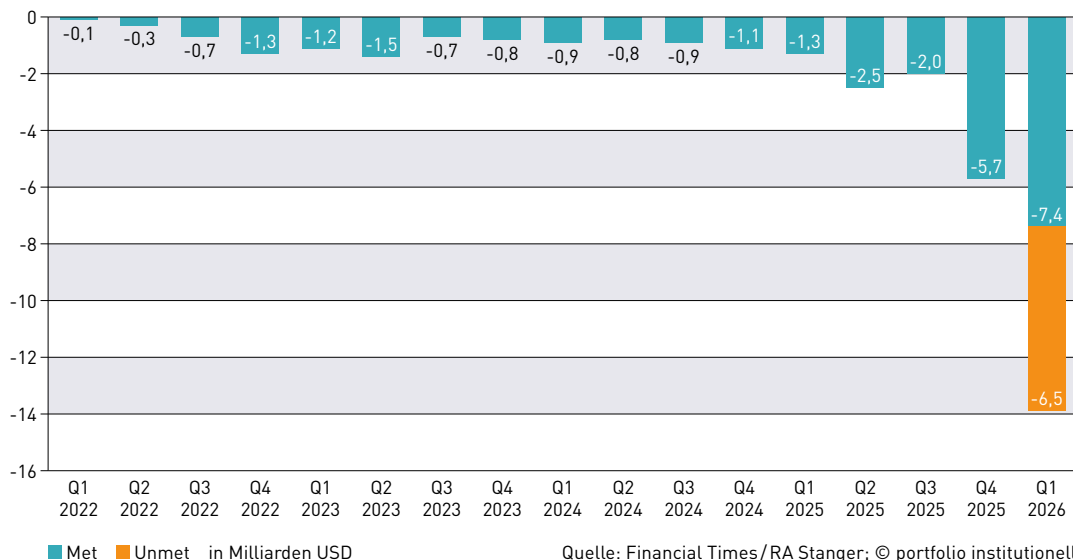
Ein zentraler Treiber der aktuellen Diskussion ist die hohe Gewichtung von Technologie- und Softwareunternehmen in vielen Private-Credit-Portfolios. Insbesondere in den USA konzentriert sich Direct Lending stark auf sogenannte Asset-light-Geschäftsmodelle, bei denen Cashflow-Stabilität, geistiges Eigentum, Kundenbindung und Unternehmenswert im Vordergrund stehen – ergänzt durch wachstumsgetriebene Skalierung, die häufig auch die Beleihungsstruktur (LTV) stützt –, während physische Sicherheiten eine untergeordnete Rolle spielen. Genau hier setzt die zunehmende Skepsis an. Wenn Künstliche Intelligenz Markteintrittsbarrieren senkt, Preisdruck erhöht und die Kostenstruktur der Softwareentwicklung verändert, stellt sich für Investoren zwangsläufig die Frage, ob bestehende Bewertungsannahmen weiterhin tragfähig sind.

Fokus auf Technologie

Private-Credit-Manager mit sektorspezifischen Teams beschäftigen sich bereits seit dem Aufkommen von Chat-GPT intensiv mit KI und möglichen Disruptionsrisiken. Zwar wird es vermutlich eine stärkere Streuung geben, jedoch investieren die meisten Manager in etablierte Enterprise-Software, die tief in Kundenprozesse integriert ist, über Datenvorteile verfügt und hohe Kundenbindung aufweist. Zudem sind die Kredite durch hochwertige, gut kapitalisierte Private-Equity-Sponsoren abgesichert, mit niedrigen LTVs und hohen Eigenkapitalpuffern – Aspekte, die in der aktuellen Diskussion oft untergehen.

Damit rückt die Technologiedebatte ins Zentrum einer grundlegenden Marktfrage: Ob die aktuelle Nervosität übertrieben ist

Abb. 1: Rückgaben bei nicht börsennotierten BDCs



oder eine gerechtfertigte Neubewertung darstellt, hängt maßgeblich davon ab, wie robust die Cashflows und Bewertungen technologiegetriebener Kreditnehmer tatsächlich sind.

HQ Trust: Das Missverständnis beginnt beim Produktdesign

Eine wichtige Gegenstimme zur Krisenerzählung kommt von Nedelina Lazarova von HQ Trust. Ihre zentrale These lautet: Die aktuelle Diskussion über BDCs und semi-liquide Kreditvehikel wird zu häufig als Liquiditätsproblem interpretiert – obwohl es sich aus ihrer Sicht nicht um liquide Produkte handelt. Solche Strukturen seien eher wie geschlossene Fonds mit zusätzlicher Liquiditätsoption zu verstehen. Begrenzte Rückgaben oder Gating seien daher kein Hinweis auf eine Fehlfunktion, sondern Teil der von Anfang an angelegten Produktlogik. Lazarova sieht in den aktuellen Spannungen zunächst kein klares Indiz für eine flächendeckende Kreditkrise. Die Diskussion reagiere bislang stärker auf eingeschränkte Rückgabemöglichkeiten als auf nachgewiesene Verluste. Gleichzeitig verweist sie auf die begrenzte Transparenz privater Märkte: Kennzahlen wie Ebitda oder Leverage ließen Interpretationsspielräume zu, auch wenn die berichteten Fundamentaldaten bislang stabil erscheinen.

Die eigentlichen Risiken verortet HQ Trust an anderer Stelle. Neben möglichen Fehlanreizen in der Vergütungsstruktur sieht Lazarova vor allem den wachsenden Kapitaldruck als Herausforderung: Hohe Zuflüsse könnten die Underwriting-Disziplin schwächen, Renditen erodieren lassen und Manager dazu zwingen, Kapital in weniger attraktive Transaktionen zu lenken oder stärker in liquide Instrumente auszuweichen. Auch im Hinblick auf den Softwaresektor argumentiert HQ Trust differenziert. Die hohe

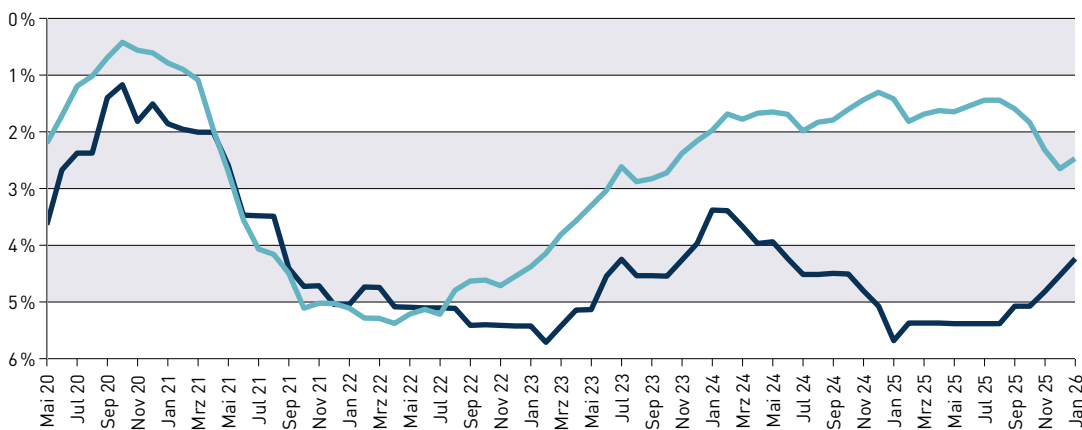
Gewichtung entsprechender Unternehmen ist demnach nicht zwangsläufig als Risikosignal zu interpretieren, sondern spiegelt vielmehr die Struktur cashflowbasierter Finanzierungen wider: Im Fokus stehen stabile, gut prognostizierbare Einnahmen, hohe Margen und geringe Kapitalintensität, während klassische Sicherheiten eine geringere Rolle spielen. Insgesamt spricht sich Nedelina Lazarova nicht grundsätzlich gegen semi-liquide Kreditvehikel aus. Die Kreditspezialistin betont jedoch, dass diese als illiquide Allokation mit entsprechend begrenzten Rückgaberechten verstanden werden müssen.

Schroders: Das Bewertungsproblem verschwindet nicht

Eine schärfere Gegenakzentuierung kommt von Schroders. Patrick Vogel stellt die Debatte in einen größeren Zusammenhang: Public und Private Credit wüchsen zunehmend zusammen, dieselben Unternehmen finanzierten sich je nach Marktphase über High Yield, syndizierte Loans oder Direct Lending. Für Investoren bedeute das, dass die Märkte nicht mehr isoliert betrachtet werden sollten. Gerade deshalb sei die Frage nach relativer Bewertung und Illiquiditätsprämie so relevant geworden. Schroders betont, dass sich die Spreads zwischen öffentlichen und privaten Segmenten teilweise stark angenähert hätten; die Illiquiditätsprämie sei mancherorts kaum noch vorhanden.

Die von Schroders gezeigte Folie zu den Trailing 12-month default rates (Abb. unten) unterstreicht diese Einordnung. Sie zeigt, dass die Ausfallraten in den USA zuletzt über denen in Europa lagen und sich dort über einen längeren Zeitraum auf erhöhtem Niveau bewegt haben, während Europa trotz jüngster Zunahme auf einem niedrigeren Niveau bleibt. Die Grafik spricht damit weder für

Abb. 2: Defaults: Mehr Stress – aber keine Panik – auf US-Markt



Die von Schroders gezeigten rollierenden 12-Monats-Default-Raten deuten auf ein höheres Stressniveau im US-Markt als in Europa hin, ohne bereits eine flächendeckende Eskalation zu signalisieren.

Quelle: Schroders; © portfolio institutionell

Entwarnung noch für eine akute Eskalation, sondern eher für eine differenzierte Betrachtung nach Regionen und Marktsegmenten. Für Schroders ist das ein Argument dafür, Private Credit nicht pauschal zu beurteilen, sondern Struktur, Underwriting und regionale Unterschiede stärker zu gewichten.

Im Zentrum steht jedoch die sensibelste Frage: die Verbindung zwischen Gating und Bewertung. Eine Quotierung von Rückgaben (Gating) ist grundsätzlich sinnvoll, da sie verbleibende Investoren schützt. Problematisch werde es aber dann, wenn bestimmte Kredite in den Büchern noch mit 100 stünden, während der Markt eher 80 zahle. Genau daraus entstünden Arbitrage, Verkaufsdruck und Liquiditätsprobleme. Eine marktnähere Bewertung reduziere diesen Druck deutlich.

Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass viele Asset Manager ihre Portfolios laufend bewerten und NAVs regelmäßig – teils täglich – aktualisieren, ohne dass daraus ein kontinuierlicher Marktpreis im engeren Sinne entsteht. Die entscheidende Frage ist daher weniger, ob Bewertungen angepasst werden müssen, sondern ob deren Geschwindigkeit und Methodik ausreicht, um Marktveränderungen adäquat abzubilden.

ACC: Stress, aber keine systemische Krise

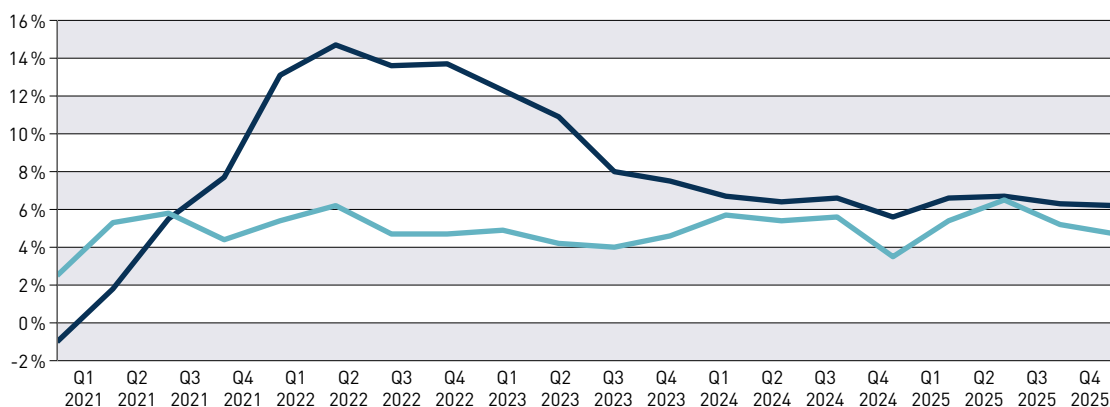
Genau hier liefert das Alternative Credit Council (ACC), Teil der Alternative Investment Management Association, eine sachliche Einordnung auf Basis aktueller Marktdaten. Als Branchenvertretung alternativer Kreditmanager beschreibt das Credit Council die Marktphase als Übergang von einer ungewöhnlich freundlichen Periode hin zu normaleren Kreditbedingungen. In dieser

Normalisierungsphase seien die Risikoindikatoren gestiegen, aber die Fundamentaldaten der Kreditnehmer blieben in der Breite stabil, Ausfälle seien begrenzt und die Kreditgeber arbeiteten aktiv an Problemlösungen.

Rund 70 Prozent der Unternehmen meldeten weiterhin Umsatzwachstum, 62 Prozent Ebitda-Wachstum. Das operative Wachstum verlangsamte sich bis Q4 2025 auf 4,7 Prozent, liege damit aber weiter im historischen Rahmen. Im Technologiesektor einschließlich Software lag das Ebitda-Wachstum zuletzt bei rund sechs Prozent; Software-LTVs seien stabil bei rund 30 Prozent geblieben. Gleichzeitig hätten sich die Spreads zwar von rund 587 auf etwa 500 Basispunkte verengt, ohne dass dies laut ACC mit einer strukturellen Verwässerung der Portfolios einhergegangen sei. Der Grundbefund lautet: keine Evidenz für systemische Instabilität, sondern eine Normalisierung der Asset-Klasse.

Besonders relevant sind die BDC-Daten: Non-Accrual-Raten – also der Anteil von Krediten, bei denen Zinszahlungen ausbleiben und die daher als notleidend beziehungsweise ausfallgefährdet eingestuft werden – liegen bei etwa 1,9 Prozent (Fair Value) beziehungsweise 2,4 Prozent (Kostenbasis). Auch PIK-Anteile, Leverage- und LTV-Niveaus deuten nicht auf einen außer Kontrolle geratenen Markt hin, sondern eher auf erhöhte, aber handhabbare Stressniveaus. Der ACC verweist zudem darauf, dass strukturelle Schutzmechanismen – Senior Secured Lending, Equity-Cushions von rund 45 Prozent, Sponsor-Unterstützung und aktives Monitoring – Verluste weiterhin begrenzen. Dies stützt insgesamt die Einschätzung, dass der Markt nicht vor einer flächendeckenden Kreditkrise steht. Dennoch bleiben Bewertungsdynamiken und Rückgabemechaniken eine eigene Problemzone.

Abb. 3: Erlöswachstum und operatives Wachstum in stabiler Seitenlage



ACC-Daten zeigen für Q4 2025 weiterhin breite Umsatz- und EBITDA-Stabilität bei privaten Kreditnehmern – eher Normalisierung als Einbruch.

— Avg. Revenue Growth — Avg. Ebitda Growth

Quelle: ACC; © portfolio institutionell

Im Schatten viel Licht

Von Patrick Eisele

Die Emerging Markets, insbesondere Asien, spielen eine übergeordnete Rolle für das globale Wachstum, sind in den großen Kapitalmarktindizes aber nur von untergeordneter Bedeutung. Dabei sprechen für die Schwellenländer auch deren Diversifikationspotenziale und Bewertungen – sowie Impact Investments. In den Emerging Markets entfalten Impacts nämlich eine viel größere Wirkung als hierzulande.

Performance bis zum Abwinken lieferte im vergangenen Jahr der MSCI Emerging Markets in Dollar: Satt 34,36 Prozent standen Ende 2025 zu Buche. Selbst der berühmte MSCI World konnte in den vergangenen Jahren kein größeres Plus aufweisen. Auch dieses Jahr läuft es für die Fans von Schwellenländer-Aktien rund: Mit 14 Prozent bis Ende April ist das Plus fast dreimal so hoch wie für den MSCI World. Wie der Welt-Index weist aber der Emerging-Markets-Index Konzentrationsrisiken auf – zumindest, wenn man Asien als einheitliche Region betrachtet. 25, 21 beziehungsweise 18 Prozent entfallen auf Taiwan, China und Südkorea. Indien folgt mit 13 Prozent. Nur knapp fünf Prozent des MSCI-Emerging-Markets-Index entfallen mit Brasilien auf ein Land außerhalb Asiens.

Damit spiegelt der Index Asiens Wachstum der Vergangenheit wider, welches allerdings auch dem der Zukunft entsprechen dürfte. Für das laufende Jahr prognostiziert der Internationale Währungsfonds, IWF, für Indien ein Wachstum von 6,5 Prozent und für China von 4,4 Prozent. Für die USA erwartet der IWF 2,3 Prozent. Weniger stimmig erscheint im Wachstums-Rückblick allerdings der MSCI ACWI Index, der, anders als der MSCI World, sowohl die sogenannten Developed Markets als auch die Emerging

Markets abbildet. Im All-Country-World-Index kommt nämlich Taiwan – dank Unternehmen wie Taiwan Semiconductor, Delta Electronics und Mediatek, die alle jeweils über 100 Milliarden Dollar auf die Market-Cap-Waage bringen – als der größte Vertreter der Emerging Markets auf gerade einmal drei Prozent. Auf die USA entfallen dagegen grob zwei Drittel.

Was für Asien gilt, gilt übrigens ähnlich auch für Lateinamerika. Dieser Kontinent „fristet ein Schattendasein am Aktienmarkt“, schreiben die Experten von Taunus Trust. Laut diesen spielt die Region im Weltaktienindex mit unter einem Prozent Gewichtung kaum eine Rolle. Dennoch werde aber sechs Prozent des globalen Bruttosozialprodukts in Lateinamerika erwirtschaftet, die Hälfte davon in den beiden größten Märkten Brasilien und Mexiko. Für diese Weltregion sprechen zwar nicht Technologiewerte, dafür aber ihr Rohstoffreichtum. Mit diesem sei Lateinamerika laut Taunus Trust „perfekt für die globale Energiewende und Elektrifizierung positioniert“. Weitere Argumente pro Latino-Aktien sieht der Asset Manager in der Demographie, der gewachsenen politischen Stabilität und in den Unternehmensbewertungen.

Asien wächst – künftig wohl auch in den Indizes

Mit deutlich über 20 Prozent (ohne Japan) ist der Anteil Asiens am globalen Bruttosozialprodukt aber noch viel höher als die sechs Prozent von Lateinamerika. Dynamischer als die erwarteten Gewinner der globalen Energiewende dürften sich auch Asiens Gewinner des KI-Booms entwickeln. Die naheliegende Annahme aktiver Investoren: Asiens Gewichtung in den Aktienindizes ist künftig viel höher.

„Die globale Wirtschaftsleistung entfällt größtenteils auf Asien. Die Welt-Aktienindizes spiegeln Asiens Wirtschaftskraft aber nicht annähernd wider. Wir als Kapitalanleger gehen davon aus, dass sich dies auf Dauer ändern wird“, erklärte Dr. Wolfram Gerdes, Mitglied des Vorstands der KZVK Rheinland-Westfalen, auf dem diesjährigen Asia Day des Beraters Faros.

Was Investoren an Asien neben Wachstum und damit verbundenen Renditen imponiert, sind die Korrelationseigenschaften. Diese bestehen zum einen innerhalb dieses Kontinents. Asien weist eine breite Mischung aus entwickelten Märkten wie Japan, Südkorea oder Taiwan und andererseits aus Wachstumsmärkten wie Indien, den Philippinen oder Vietnam auf, wobei Index-Investoren davon, wie oben erwähnt, nicht profitieren. Mindestens so interessant ist für deutsche Investoren aber Asiens Diversifikationspotenzial zu Europa und Amerika. „Korrelationseffekte für unser Immobilienportfolio suchen wir in Asien“, sagte Felix Frankl. Auf der Faros-Veranstaltung führte der Head of Real Estate der Evangelischen Zusatzversorgungskasse zunächst aus, dass sich die Immobilienmärkte Europas, Nordamerikas und Asien unterschiedlich entwickeln. Diesen Effekt will die Darmstädter Einrichtung künftig für sich nutzen. „Wir müssen uns internationaler aufstellen. Das Ziel ist, dass die Region Asien in unserer Immobilienquote von heute null bis 2030 auf fünf Prozent kommt“, so Frankl.

Gute Argumente – allerdings für Asiens Aktienmärkte – zählte Sean Taylor auf. Der CIO und Portfoliomanager bei Matthews Asia verwies auf die Potenziale für beispielsweise Chips aufgrund des Wachstums auf dem Feld der Künstlichen Intelligenz, auf die fortschreitende Deglobalisierung, die mehr lokale Nachfrage schaffe, und vor allem auf Corporate-Governance-Reformen. Auslöser für den Run auf asiatische Unternehmen war jedoch Anfang Januar 2025 das chinesische KI-Unternehmen Deepseek. „US-Anleger waren aus politischen Gründen und auch wegen der Rallye von US-Tech-Stocks nur wenig in Asien investiert. Mit Deepseek kam jedoch der asiatische Tech-Sektor auf den Radar von US-Investoren – und die Erkenntnis, dass Tech-Werte relativ zu den USA betrachtet, viel günstiger bewertet sind“, führte Taylor aus. Einig waren sich die Referenten, dass der umgekehrte Fall, also dass asiatische und europäische Anleger verstärkt in den USA investieren, „dank“ der Maga-Bewegung kaum gegeben ist.

Natürlich sollten Anleger auch hinterfragen, warum Asien in der globalen Marktkapitalisierung nur auf einen relativ kleinen Anteil kommt, beziehungsweise warum asiatische Bewertungen niedriger sind. Klar ist, dass auch in Asien höhere Renditen mit höherer Volatilität einhergehen. Zudem ist das größte Land Asiens, China, auf vielen Feldern problematisch. Alisa Ilgner, Leiterin Investment Strategy & Controlling bei Faros Pension & Asset Advisory, plädiert für eine differenzierte Sichtweise auf ganz Asien: „China ist nach wie vor ein zentraler Wachstums- und Technologietreiber, zugleich aber stark von geopolitischen Spannungen, staatlichen Eingriffen

und Regulierungsrisiken geprägt. Darüber hinaus gibt es im gesamten asiatischen Investmentraum Herausforderungen bei Governance, Transparenz, Umwelt- und Sozialstandards. Das alles steht einem Investment nicht grundlegend entgegen, muss aber im Rahmen des Risikomanagements bewusst berücksichtigt werden.“ Bewusst sollte Investoren zudem sein, dass China nicht auf ausländisches Kapital angewiesen ist. Vielmehr handelt es sich bei China bekanntlich um einen Kapitalexporteur. Was den chinesischen Immobilienmarkt betrifft, sieht Felix Frankl abfließende Kapitalströme. „Das Kapital fließt aus China aufgrund von Abwertungsgefahren und aus politischen Gründen ab. Zudem investieren asiatische Pensionsfonds lieber in den USA als in China.“ Diskussionsstoff lieferten auf dem Asia Day im April ebenfalls Chinas auch Taiwan umfassende Allmachtansprüche. Argumentiert wurde, dass die militärischen Attacken der USA im Iran und Russlands in der Ukraine (schlechte) Beispiele für China sein könnten, um einem Angriff auf Taiwan zu legitimieren. Eher keinen Angriff auf Taiwan erwartet dagegen China-Expertin Dr. Doris Fischer, Professorin an der Universität Würzburg. Sie sagte auf der Faros-Veranstaltung: „Peking ist sehr risikoavers und sieht, dass sich die beiden angegriffenen Länder sehr erfolgreich wehren.“

Unter dem Strich bleiben die höheren Wachstumserwartungen in China und vor allem in anderen asiatischen Ländern. Dies wird aber trotz der aktuellen US-Regierung nicht zu einer völligen Abkehr der Anleger von den USA führen. Wolfram Gerdes: „Die USA werden die Kapitalmärkte weiter dominieren – aber nicht mehr so stark wie es die Indizes heute widerspiegeln.“ Diese Erwartung hegen offenbar auch viele andere institutionelle Anleger. Wie der aktuellen Equilibrium-Umfrage von Nuveen zu entnehmen



Geht davon aus, dass Asiens Aktien in den Welt-Aktienindizes in der Zukunft auf einen größeren Anteil kommen: Dr. Wolfram Gerdes, KZVK Rheinland-Westfalen.

Bild: FAROS/Stiv Maikmus

ist, reduzieren Institutionen, die ihre regionalen Allokationen anpassen, 72 Prozent ihr US-Engagement. 68 Prozent der Investoren erwarten, dass die US-Dominanz an den Kapitalmärkten in den nächsten zehn Jahren abnehmen wird. Von den Portfolioanpassungen profitiert vor allem Kontinentaleuropa, wo 53 Prozent verstärkt anlegen wollen. Über messbare Erhöhungen berichtet die Studie mit 13 Prozent auch für China. Aber immerhin acht Prozent wollen ihr China-Exposure reduzieren. Berücksichtigen sollte man bei der Studie, dass die Macher von Nuveen betonen, dass es sich nur um „moderate Anpassungen“ handle und Umschichtungen erfolgen, um der allgemeinen Unsicherheit zu begegnen – und nicht um die größten Anlagechancen zu suchen. Die Studie basiert auf den Angaben von 800 institutionellen Investoren, darunter 80 aus Deutschland.

Impacts: Wirkung für Umwelt und Anlage

Die Wachstumsaussichten sind ein wesentlicher Grund für Investoren, das Geld zum Arbeiten in die Schwellenländer und insbesondere nach Asien zu schicken. Für nachhaltige Investoren gibt es aber noch einen weiteren Grund, in den Schwellenländern zu investieren: Impact Investments! Dafür werden jedoch weniger Investments auf dem Aktienmarkt als via Real Assets gesucht. Für Impacts – sowie für mehr Pragmatismus bei nachhaltigen Kapitalanlagen – warb Peter Renner, Vorstandsvorsitzender der Stiftung Allianz für Entwicklung und Klima, auf der SIS-9-Konferenz. „Da wir am Ende nicht alle Emissionen vermeiden können, sind Ausgleichsprojekte zur Neutralisierung vonnöten. Werden diese in den Emerging Markets umgesetzt, ist dies besser für das Weltklima und für die Entwicklung der Schwellenländer, es kommt also zu



Lage, Lage, Lage bedeutet im Immobilienportfolio auch ein Exposure zu Asien. Dort suchen die EZVK und ihr Head of Real Estate, Felix Frankl, Diversifikationseffekte.

einem doppelten Impact“, argumentiert Renner. „Aufforstungsprojekte haben viel größere Effekte, wenn sie nicht bei uns, sondern beispielsweise in Südamerika stattfinden.“

Auf das Wachstum der Schwellenländer und deren Anteil am globalen BIP wies auf der SIS 9 auch Dr. Stephanie Bilo von Responsibility hin. Der Asset Manager möchte neben finanziellen Renditen gleichzeitig einen positiven Impact für Gesellschaft und Umwelt erzielen. Als Möglichkeiten hierfür nannte Bilo Energie, insbesondere PV-Anlagen, und in der Landwirtschaft nachhaltige Anbaumethoden sowie entsprechende Investments. Beispielsweise würden in der Landwirtschaft immer noch zu viel (teurer) Dünger und Pestizide eingesetzt, die auf Dauer die Böden auslaugen und auf die Renditen drücken. Bilo: „Nachhaltig bewirtschaftete Böden sind resistenter bei Überschwemmungen und längeren Trockenperioden. Im Endeffekt verbessern nachhaltige Anbaumethoden auch das ökonomische Geschäftsmodell.“

Ebenfalls mit Impact Investments in der Landwirtschaft der Emerging Markets, aber auch mit Microfinance und Erneuerbaren Energien, beschäftigt sich Oikocredit. Auf der SIS 9 betonte Jessica Bodmann, Head of Germany, die Bedeutung des Capacity-Building-Konzepts. Oikocredits Unterstützung der Partner zum „Kapazitätsaufbau“ soll ergänzend zu Oikocredits Finanzierungen dazu beitragen, dass diese ihre Fähigkeiten ausbauen oder neue Kompetenzen erwerben, Zugang zu fortschrittlichen Technologien erhalten und ihre Marktpräsenz erweitern. Diese Entwicklungsschritte der Partner verbessern das Leben der Menschen vor Ort – und sie sind messbar. „Wir erheben dazu regelmäßig quantitative Daten auf Portfolioebene unserer Partner sowie qualitative Daten auf Ebene unserer Endkunden und Endkundinnen. Zielführend ist nicht die Informationssammlung allein, sondern das Sammeln von relevanten Informationen“, erläutert Bodmann. Von Oikocredits Entwicklungskonzept überzeugt seien insbesondere wertorientierte Anleger wie Kirchen, Stiftungen und einige Family Offices mit philanthropischer Haltung.

Auf dem gleichen Panel wie Bodmann saß auch Sarita Bartlett, Senior-Portfoliomanagerin bei Finnfund. Die Finnen legten Ende 2025 857 Millionen Euro an, um in Schwellenländern sowohl resiliente und nachhaltige Renditen als auch Impacts zu erzielen. Mehrheitlich widmen sich die Investments Klimazielen und dem Naturkapital, sie beabsichtigen aber zudem lokales Wachstum zu fördern – auch in „complex operating contexts“: Finnfund ist in größerem Stil in der Ukraine engagiert. Dies auch nicht nur in der Landwirtschaft. Lobend erwähnte Bartlett Horizon Capital, einen lokalen Osteuropa-Beteiligungsmanager, der ukrainische Growth-Fonds auflegt. „Horizon fokussiert sich auf Asset-light, export-driven Companies. Diese IT-Unternehmen exportieren in Dollar und haben ihre Kosten in Dollar. Das funktioniert wirklich gut“, gab Bartlett einen Einblick in das Portfolio. Interessante Investments finden sich in den Schwellenländern also nicht nur in Asien.

Verschwimmende Grenzen: ein neuer Ansatz für globale Fixed-Income-Anlagen

Die klassischen Trennlinien zwischen entwickelten und aufstrebenden Märkten verwischen immer mehr. Das erweitert das Anlageuniversum und erfordert einen einheitlicheren, risikoorientierten Ansatz für globale Fixed-Income-Allokationen.

Traditionell standen entwickelte Märkte für Stabilität und institutionelle Verlässlichkeit, während Schwellenmärkte mit höheren Renditen für zusätzliche Risiken kompensierten. Dieses klare Bild gerät ins Wanken. Politische Unsicherheiten, steigende Haushaltsdefizite und zunehmende Volatilität betreffen heute auch große Industrieländer. Gleichzeitig haben viele Schwellenländer ihre Staatsfinanzen und institutionellen Rahmenbedingungen sowie die Durchsetzung von Marktdisziplin verbessert.

Breiteres Universum, differenziertere Chancen

Eine oft unterschätzte Folge dieses Wandels ist die Ausweitung des Emerging-Market-Anlageuniversums von einem überwiegend staatlich geprägten Markt hin zu einem weitaus breiteren, tieferen und zunehmend unternehmensgeprägten Opportunity-Set. Der Markt für Unternehmensanleihen aus Schwellenländern ist mittlerweile größer als der für Staatsanleihen und hat ein Volumen erreicht, das mit etablierten Segmenten wie dem US-High-Yield-Markt konkurrieren kann.

Dadurch ändert sich die Rolle, die Schwellenländeranleihen in globalen Portfolios spielen. Das Risikoprofil wird nicht länger primär durch das jeweilige Land bestimmt. Dank der erreichten Größe des Marktes für Unternehmensanleihen aus Schwellenländern können Anleger ihre Einschätzungen zu Ländern, Sektoren und Themen präziser abbilden und sich dabei weniger an der finanziellen Lage des jeweiligen Staates orientieren. Damit entwickeln sich Emerging-Market-Anleihen von einer Randallokation zu einem integralen Bestandteil globaler Portfolios und konkurrieren zunehmend mit Industrieländeranleihen.

Neue Wege der Risikosteuerung

Besonders deutlich zeigt sich die Konvergenz zwischen aufstrebenden und entwickelten Märkten bei Unternehmensanleihen und Infrastrukturkrediten. Projekte für Energie-, Transport-, Telekommunikations- oder Versorgungsinfrastruktur überschreiten zunehmend klassische Ländergrenzen und folgen globalen Investitionslinien. Viele dieser Emittenten sind hochkapitalisierte oder

quasistaatliche Unternehmen, die dank regulierter Einnahmeströme, vertraglich gesicherter Cashflows und strategischer Bedeutung ein besseres Bonitätsprofil haben als die hinter ihnen stehenden Staaten. Für Investoren eröffnet sich so die Möglichkeit, an strukturellem Wachstum zu partizipieren und gleichzeitig länderspezifische Risiken gezielt zu reduzieren.

Genauso bieten sektorspezifische Chancen die Möglichkeit, makroökonomische Einschätzungen durch die Emittentenauswahl und nicht allein durch die Länderallokation zum Ausdruck zu bringen. Beispiele sind Exportunternehmen, die von einer Währungsabwertung profitieren, oder Technologie- und Telekommunikationsanbieter, die den Ausbau der digitalen Infrastruktur vorantreiben.

Ein integrierter Ansatz für robustere Portfolios

Die zunehmende Konvergenz zwischen entwickelten und aufstrebenden Märkten ist kein kurzfristiges Phänomen, sondern Ausdruck eines strukturellen Wandels. Die Unterschiede innerhalb der beiden Gruppen von Märkten sind heute genauso groß wie die zwischen ihnen. Klassische, geografisch geprägte Allokationsmodelle stoßen damit an ihre Grenzen.

Gefragt ist ein ganzheitlicher Ansatz, der Faktoren wie fiskalische Tragfähigkeit, institutionelle Qualität, geldpolitische Unabhängigkeit und externe Risiken über alle Märkte hinweg systematisch bewertet. Ein solcher Blick ermöglicht nicht nur breiter gefasste Mandate für Anlagen in Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung, sondern auch eine effektivere Nutzung der Währungsdiversifikation sowie eine stärkere Betonung der Emittentenauswahl – für robustere Portfolios, die sich auch in Phasen fiskalischer und geopolitischer Unsicherheit gut behaupten können.

Den vollständigen Artikel finden Sie unter nuveen.com

nuveen
A TIAA Company

Viele Wege führen zu mehr Rente

Von Tobias Bürger

Die nächsten Wochen versprechen spannend zu werden. Denn schon bald soll die sogenannte Alterssicherungskommission Vorschläge präsentieren, wie den Menschen das Einkommen auch im greisen Alter nicht ausgeht. Was Praktiker jetzt fordern und wie sie Pläne der Regierung für die Ruhestandssicherung einschätzen.

Reformen und Personalentscheidungen haben die Jahrestagung 2026 der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V. (ABA) geprägt. Fangen wir mit den Personalien an. Beate Petry bleibt Vorsitzende des ABA-Vorstandes. Im Rahmen der Jahrestagung des Fachverbands am 12. Mai in Berlin wurde Petry, die im Hauptberuf bei der BASF arbeitet und dort unter anderem das Amt der Vorstandsvorsitzenden der BASF Pensionskasse bekleidet, wiedergewählt. Dem ABA-Vorstand gehört sie seit 2022 an. Das Amt der Vorsitzenden hatte sie im vergangenen Jahr von Dr. Georg Thurnes übernommen.

Während es an der Spitze des Vorstands keine Veränderungen gab, hat sich in den Reihen des insgesamt 17-köpfigen Gremiums so einiges getan. Die bisherigen Vorstandsmitglieder Dr. Marko Brambach vom Pensions-Sicherungs-Verein, Johannes Teslau (Volkswagen AG), Dr. Dietmar Droste und Stefan Oecking sind aus ihren Ämtern ausgeschieden. Das gilt auch für Dr. Georg Thurnes. Der Diplom-Wirtschaftsmathematiker gehörte dem ABA-Vorstand ab 2008 an. Von 2011 bis 2019 war er stellvertretender Vorsitzender des Fachverbands und von 2019 bis in das vergangene Jahr hinein dessen Vorstandsvorsitzender. In Berlin wurde Thurnes aufgrund seiner „außerordentlichen Verdienste“ um den Verband und die betriebliche Altersversorgung (bAV) zum Ehrenvorsitzenden

ernannt. Er habe die Arbeit und Entwicklung der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung über viele Jahre hinweg in herausragender Weise geprägt und maßgeblich vorangebracht, heißt es. Neu in den Vorstand gewählt wurde Eike Burmann (Leiter Rentenmanagement (bAV) der Volkswagen AG und Leiter der Fachvereinigung Direktzusage). Auch Dr. André Geilenkothen, Partner bei Mercer und Leiter der Fachvereinigung Mathematische Sachverständige, gehört nun dem ABA-Vorstand an. Ebenfalls dabei sind jetzt Dr. Benedikt Köster vom Pensions-Sicherungs-Verein sowie Metallrente-Geschäftsführer Hansjörg Müllerleile und Sabine Payne (Leiterin Benefits Deutschland der Deutschen Bank).

Reformvorhaben und die Sicht der Praktiker

Nun zu den Reformen: Die nächsten Wochen versprechen spannend zu werden. Denn bis Mitte des Jahres soll die von der Bundesregierung eingesetzte Alterssicherungskommission die Karten auf den Tisch legen. Einerseits geht es dabei um eine neue Kennziffer für das Gesamtversorgungsniveau aus gesetzlicher Rente, betrieblicher und geförderter Privatvorsorge. Andererseits soll sich das Gremium dazu äußern, wie der Lebensstandard im Alter gesichert werden kann. Kurz nach der Jahreskonferenz hatte die „Bild“ überraschend berichtet, dass sich die Expertenrunde darauf geeinigt hätte, eine stufenweise Anhebung des Renteneintrittsalters zu empfehlen. Gegenüber der Verlagsgruppe Handelsblatt dementierten jedoch Mitglieder der Kommission, dass es eine Einigung auf konkrete Jahreszahlen und Altersangaben gebe.

Auf der ABA-Jahrestagung äußerte sich Beate Petry bereits zu diversen Reformvorhaben in Sachen gesetzlicher, betrieblicher und

privater Vorsorge. Dabei schnitt sie auch das Zweite Betriebsrentenstärkungsgesetz (BRSG II) an, das am 21. Januar 2026 im Bundesgesetzblatt verkündet worden war. Die Regierung verfolgt mit dem BRSG II das Ziel, die betriebliche Altersvorsorge attraktiver zu machen und weiter zu verbreiten. Zu diesem Zweck sieht das Gesetzespaket unter anderem Erleichterung beim Zugang von Unternehmen und ihren Mitarbeitern zum Sozialpartnermodell vor. Darunter werden die Bedingungen zusammengefasst, unter denen die Durchführung der reinen Beitragszusage zulässig ist. Ein Merkmal dieses noch jungen bAV-Durchführungsweges besteht darin, dass der Arbeitgeber lediglich die Zahlung eines Beitrages ohne weitere Haftung für eine Leistung erbringt. Außerdem wird mit dem BRSG II das Ziel verfolgt, die strengen Bedeckungsvorschriften, die die Kapitalanlage zum Beispiel in Pensionskassen einschränken, flexibler zu machen. Außerdem soll die Förderung von Beschäftigten mit geringem Einkommen verbessert werden.

Mit Blick auf diese Ziele räumte ABA-Chefin Petry ein, dass das BRSG II zwar wichtige Schritte enthalte. Dennoch bleibe das Maßnahmenpaket hinter dem zurück, was für einen spürbaren Schub der Betriebsrenten nötig wäre, urteilte sie. „Wir brauchen dringend weitere Verbesserungen bei der Geringverdienerförderung, bessere Renditechancen in allen Zusagearten, das heißt eine Absenkung der 100-Prozent-Garantien bis hin zum Garantieverzicht muss möglich werden.“ Sozialpartnermodelle müssten leichter zugänglich werden und eine nachhaltige Entbürokratisierung sei schon lange überfällig, gab Petry zu bedenken.

Die nächste Reform ist also nur eine Frage der Zeit. Zumal das Bundesarbeitsministerium im nächsten Jahr untersuchen wird, ob die Verbreitung der betrieblichen Altersvorsorge aufgrund der vorgesehenen Öffnung des Sozialpartnermodells erkennbar gestiegen ist. Sollte sich die Zahl der Beschäftigten, die an einem Sozialpartnermodell teilnehmen, bis dahin gegenüber 2025 nicht verdoppelt haben, muss die Bundesregierung dem Gesetzgeber bis zum 31. März 2028 geeignete Maßnahmen vorschlagen, um allen Unternehmen und Beschäftigten den Zugang zu einem Sozialpartnermodell zu ermöglichen, wie der bayerische Wirtschaftsverband VBW anmerkte.

Auf der ABA-Jahrestagung äußerte sich Petry auch zur Reform der privaten Altersvorsorge (pAV), die den Fokus auf ETF-Sparen richte und vom Leitbild der lebenslangen Leistung abrücke. Dadurch würden falsche Anreize gesetzt, so Petry, und Risiken in die Auszahlungsphase verschoben: „Das Gesetz fördert keine nachhaltige Altersvorsorge, sondern eher die Vermögensbildung.“ Sie warnte vor Fehlsteuerungen im Gesamtsystem: Wenn Förderung und politische Kommunikation den Eindruck erwecken, kurzfristiger Vermögensaufbau sei Altersvorsorge, drohe das Vertrauen in kollektive, langfristig angelegte bAV-Lösungen zu leiden. „Die Neugestaltung der Rahmenbedingungen für die Förderung der privaten

Altersvorsorge wird die betriebliche Altersversorgung nachhaltig beschädigen“, lautete ihr Fazit. Für die kommenden Reformschritte fordert Petry einen säulenübergreifenden Blick – mit einer klaren Stoßrichtung hin zu mehr kapitalgedeckter Vorsorge, praxistauglich und kollektiv ausgestaltet. „Die betriebliche Altersversorgung muss Vorfahrt bekommen vor der Vermögensbildung mit befristeten Auszahlungsplänen“, forderte Petry.

Auch die Deutsche Aktuarvereinigung (DAV) e.V. äußerte sich zu den Reformen zur betrieblichen Altersversorgung sowie der privaten Altersvorsorge und begrüßte diese als wichtigen Schritt hin zu einer stärkeren kapitalgedeckten Alterssicherung. Zugleich mahnen die Aktuarinnen und Aktuare an, die Reformen konsequent auf das Ziel einer flächendeckenden und lebenslangen Einkommenssicherung im Alter auszurichten. „Eine Alterssicherung, die allein auf Umlagefinanzierung basiert, steht langfristig nur auf einem Bein. Für mehr Stabilität braucht es ein zweites starkes Standbein in Form kapitalgedeckter Alterssicherung“, erklärte Susanna Adelhardt, Vorstandsvorsitzende der DAV. Dazu müsse der Kapitalmarkt stärker genutzt und Investitionen in Sachwerte gefördert werden.

Die Reform der privaten Altersvorsorge sei grundsätzlich geeignet, Vermögensbildung zu stärken. Entscheidend sei jedoch, dass daraus auch eine verlässliche Alterssicherung entstehe. Aber aus der Sicht der Aktuarvereinigung kann „echte Alterssicherung“ nur durch ein lebenslanges Einkommen gewährleistet werden. Individuelle Sparpläne und reine Vermögensbildung reichten dafür nicht aus, heißt es. Besonders großes Potenzial sieht die DAV übrigens bei Infrastrukturinvestitionen. „Die langfristigen Verpflichtungen der Alterssicherung passen strukturell hervorragend zu langfristigen Infrastrukturprojekten“, so Adelhardt. Die Politik sei daher gefordert, attraktive und verlässliche Rahmenbedingungen für entsprechende Investitionen in Deutschland und Europa zu schaffen.



Fast 20 Jahre gehörte Dr. Georg Thurnes dem ABA-Vorstand an. Nun wurde er zum Ehrenvorsitzenden ernannt.



„Für uns ist klar, dass das Zinsniveau auf absehbare Zeit nicht mehr rückläufig sein wird“

Im Gespräch mit Andreas Gründemann, Stefan Klein und Peter Lischewski erfährt Tobias Bürger, warum Großanleger im Zinsuniversum jetzt besondere Vorsicht walten lassen.

Beim Investoreninterview mit Führungskräften der Signal-Iduna-Gruppe und der Hamburger Pensionsverwaltung standen Zinsanlagen aus Vergangenheit und Gegenwart im Mittelpunkt. Weil sich in letzter Zeit nicht nur die Zinslandschaft verändert hat, sondern auch die geopolitische Lage, kommen im Investmentprozess monumentale Fragen auf.

Infolge der Zinswende sind Staatsanleihen, Pfandbriefe und andere an fixe Kupons gekoppelte Wertpapiere zurück auf der Tagesordnung. Wie ist das bei der Hamburger Pensionsverwaltung, Herr Klein?

Stefan Klein: Das neue Zinsumfeld wirkt sich auf sämtliche Teile unserer Anlage-tätigkeit aus. Einerseits ermöglicht es uns selektiv und opportunistisch Direktanlage zu betreiben und dabei langfristige Ver-pflichtungen solide und mit auskömmlicher Verzinsung zu überdecken.

Gleichzeitig betrachten wir die Natur des Zinsanstieges differenziert und ziehen unterschiedliche Konsequenzen für die

Sub-Asset-Klassen der Rentenportfolios. Während wir zum Beispiel im High-Yield-Segment aufgrund des weiterhin asymmetrischen Risiko-Rendite-Profiles zurückhaltend agieren, erwarten wir, dass das neue Umfeld Anlagen im Bereich der Schwellen-länder mittel- bis langfristig begünstigen dürfte.

Wie begegnet die Signal Iduna Asset Management, die SIAM, dem Zinsumfeld?

Peter Lischewski: Seit der Zinswende haben wir unsere Strategie hin zu Zinsträgern in der Direktanlage deutlich intensi-viert. Allerdings ist die Bedeutung von Zins-

trägern bei der Signal-Iduna-Gruppe schon immer sehr groß gewesen. Für Versiche-rungen ist das Thema von enormer Bedeu-tung, um stabile und sichere laufende Erträge für die Bedienung der Verpflichtun-gen gegenüber ihren Kunden dauerhaft zu generieren.

Und wo setzen Sie heute Akzente?

Lischewski: Für uns in der Signal Iduna Asset Management, dem zentralen Asset Manager für die Signal-Iduna-Gruppe, geht das Umfeld steigender Zinsen mit mehreren positiven Aspekten einher. Insbe-sondere können wir jetzt wieder sehr aus-kömmliche Renditen zur Finanzierung unseres Geschäftsmodells erzielen und das mit Anlageinstrumenten von Emittenten, die über eine hohe Bonität verfügen.

Aber der Altbestand hat doch unter dem Zinsanstieg gelitten.

Als Bereichsleiter Vermögensverwaltung, -planung und -controlling der Signal-Iduna-Gruppe hat **Andreas Gründemann** im Tages-geschäft mit vielen spannenden Themen zu tun. Zumal der Konzern, der sich in der Lebens-, Kranken-, und Unfallversicherung betätigt, mehrere Tochtergesellschaften unterhält. Eine davon ist die Signal Iduna Asset Management. Gründemanns Kollege **Peter Lischewski** leitet das Portfoliomanagement der Kapitalsammelstelle, bei der 57 Milliarden Euro an Kapitalanlagen aus der gesamten Versicherungsgruppe zusammenlaufen. Er und Gründemann kennen sich schon eine halbe Ewigkeit, feiern in diesem Jahr ihr 25-jähriges Dienstjubiläum in der Versicherungsgruppe und tauschen, wenn es denn sein muss, auch mal kontroverse Meinungen aus. Dritter Gast der Gesprächsrunde war **Stefan Klein**, Head of Fixed Income bei der Hamburger Pensionsverwaltung. Die HAPEV ist Fullservice-Dienstleister in der betrieblichen Altersversorgung und steuert Kapitalanlagen von 13,8 Milliarden Euro. Alle drei Anleger eint ihr Faible für Fixed Income.

Lischewski: Ja, aus der Betrachtung des Aufbaus stiller Lasten nach HGB ist die Aussage richtig. Diese stillen Lasten sind jedoch zinsinduziert und nicht einhergehend mit einer bonitätsbedingten Verschlechterung des Zinsbestandes.

Der Bestand wächst mit der Zeit langsam heraus. Wir sind eine große Kapitalsammelstelle, bei der 57 Milliarden Euro an Kapitalanlagen aus der gesamten Versicherungsgruppe zusammenlaufen.

Herr Gründemann, Sie arbeiten eng mit Peter Lischewski zusammen, haben aber andere Themen auf dem Schreibtisch. Womit beschäftigen Sie sich momentan?

Andreas Gründemann: Ich komme aus der Vermögensverwaltung und kümmere mich auch um die strategische Anlagepolitik als Ganzes. Aktuell diskutieren wir intensiv, inwiefern wir in unserer Anlagepolitik Themen aus dem Bereich Infrastruktur noch stärker gewichten.

Im Fixed-Income-Bereich ist es so, wie Peter das bereits beschrieben hat. Dazu gehört auch, dass wir uns an der einen oder anderen Stelle von Altlasten der Niedrigzinsphase trennen. Wir befinden uns in einer Phase, in der wir beispielsweise mit dem Kauf von risikoarmen Pfandbriefen unseren Rechnungszins bedecken können. Das war lange Zeit nicht möglich, weil die Renditen viel zu gering gewesen sind.

Welche Assets stehen bei Ihnen auf dem Einkaufszettel, Herr Klein?

Klein: Das heutige Zinsumfeld eröffnet die Möglichkeit, auch Ansätze wieder stärker in den Fokus zu rücken, die über viele Jahre hinweg an Attraktivität verloren hatten. Dazu zählen insbesondere Total-Return- und Absolute-Return-Strategien. Wir haben deshalb bereits vor rund zwei Jahren erfolgreich begonnen, im Bereich alternativer Fixed-Income-Strategien gezielt nach neuen Opportunitäten zu suchen.

Damit ergänzen wir klassische Rentenanlagen um zusätzliche, möglichst marktunabhängige Werttreiber und erhöhen zugleich die Diversifikation des Gesamtportfolios. Besonders interessant sind dabei aus unserer Sicht Lösungen im Ucits-Mantel. Trotz

rigiderer regulatorischer Vorgaben im Vergleich zu echten Hedgefondsstrategien bieten sie größere Freiheitsgrade und können so auch den strukturellen Nachteilen klassischer Benchmark-Produkte besser begegnen.

Die Signal Iduna allokiert seit vielen Jahren Zinsträger von Emittenten aus dem Bankensektor. Welchen Beitrag leisten diese „Financials“ bei der Stabilisierung und auch der Diversifikation?

Lischewski: In den vergangenen Jahren kam es trotz des Zinsanstiegs, den wir weltweit gesehen haben, zu einer massiven Spread-Einengung bei den von Kreditinsti-

nach Anlageopportunitäten sucht. Das ist eine Spätfolge der über viele Jahre hinweg expansiven Geldpolitik der Notenbanken.

Trotz der eingesetzten geldpolitischen Normalisierung bleiben die Finanzierungsbedingungen vergleichsweise günstig. Das trägt wesentlich dazu bei, dass der aktuelle Kreditzyklus außergewöhnlich langlebig ist und sich Marktanpassungen bislang nur verzögert vollziehen.

Lischewski: Es gibt noch andere Erklärungsansätze. Wir stellen auch fest, dass die Banken nach der Finanzkrise, auch bedingt durch die verschärfte Aufsicht, quasi gezwungen waren, ihre Hausaufgaben zu machen. Sie sind heute wesentlich regulier-

„Seit der Zinswende haben wir unsere Strategie hin zu Zinsträgern in der Direktanlage deutlich intensiviert.“

Peter Lischewski, Signal Iduna Asset Management

tuten ausgegebenen Schuldverschreibungen. Damit haben wir als Anleger eine sehr schöne Kompensationsmöglichkeit und erzielen Stabilisierungseffekte innerhalb des Zinsträgerportfolios.

Was ist der Grund dafür?

Lischewski: Der Markt stuft die Bonität dieser Titel tendenziell positiver ein. Das führt dazu, dass die Spreads – sozusagen die Ausfallwahrscheinlichkeiten, die sich darin widerspiegeln – geringer eingeschätzt werden. Angenommen, der Swap-Satz als Zinsreferenz steigt von zwei auf drei Prozent. Zugleich fällt der Spread von 200 auf 100 Basispunkte, dann haben wir als Anleger einen Schutzmechanismus gegen einen steigenden Zins in dem gesamten Zinsportfolio eingebettet.

Klein: Gleichzeitig muss man konstatieren, dass sich weiterhin erhebliche Überschussliquidität im Finanzsystem befindet, die

ter und haben ihre Eigenkapitalquoten massiv erhöht. Sie haben ihre Portfolios risikoresistenter ausgerichtet und sich von ausfallgefährdeten Positionen getrennt.

Ebenfalls haben die Banken ihr Risikomanagement optimiert. Das alles führte dazu, dass die Banken per se aus Fremdkapital-sicht sicherer wurden. Und auch das hat zur Folge gehabt, dass die Spreads sich eingengt haben.

Die Signal-Iduna-Gruppe umfasst eine Reihe von Versicherungsunternehmen. Die SIAM managt und koordiniert deren Aktivitäten im Portfoliomanagement. Wie koordinieren Sie den Abstimmungsbedarf?

Lischewski: Der Bereich, den ich verantworte, heißt Asset Liability Management. Und wir arbeiten als Dienstleister für rund ein Dutzend Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen der Signal-Iduna-Gruppe, die unterschiedliche Bedürfnisse

haben. Dafür ist eine enge und vertrauensvolle Zusammenarbeit der Teams von großer Bedeutung und in ihrer Wirkung nicht zu unterschätzen.

Worauf kommt es dabei an?

Lischewski: Gegenseitiges Vertrauen, eine klare Zuordnung der Aufgaben und Verantwortlichkeiten, um nur einige Beispiele zu nennen. Andreas und ich arbeiten schon sehr lange zusammen; in diesem Jahr steht unser jeweils 25-jähriges Dienstjubiläum in der Versicherungsgruppe an. Wir stimmen uns regelmäßig ab und tauschen auch mal kontroverse Meinungen aus.

Doch wir haben klare Verantwortlichkeiten und suchen permanent nach optimalen Lösungen für unsere Versicherungsnehmer. In diesem Setup entwickeln wir handfeste Lösungen, was ich am Beispiel der Zinszusatzreserve in Höhe von rund 2,4 Milliarden Euro verdeutlichen möchte. Diesen Betrag haben wir im Wesentlichen aus einem Portfolio generiert, das ungefähr neun Milliarden Euro umfasst. Das ist ein wichtiger Wertbeitrag für die Signal Iduna Lebensversicherung a. G.

Die Zinszusatzreserve ist ein Kind der Niedrigzinsphase für die Lebensversicherungen und Pensionskassen. Aufgrund des gestiegenen Referenzzinses wird sie nun wieder aufgelöst. Wie gehen Sie dabei vor?

Gründemann: Bei der Auflösung dieser Rückstellung haben wir in der Niedrigzinsphase stille Reserven realisiert. Wir verwenden die Erlöse aus der Auflösung der Zinszusatzreserve nun unter anderem zur Tilgung von Altlasten.

In der Niedrigzinsphase haben wir Anleihen mit niedrigen Kupons gekauft; von diesen trennen wir uns, sofern unser Budget das zulässt. Dies ist etwas, was viele Versicherungsunternehmen so umsetzen.

Lischewski: Zunächst hatten wir Fixed-Income-Anlagen mit hohen Kursgewinnen verkauft, um die Zinszusatzreserve aufzubauen. Und jetzt gehen wir tendenziell den umgekehrten Weg. Wir verkaufen Titel mit niedrigen Kupons und realisieren Verluste, sofern die Budgetierungssituation der Versicherungsgesellschaft es hergibt.

Die Signal Iduna Lebensversicherung a. G. steuerte 2024 Kapitalanlagen im Wert von 19,2 Milliarden Euro. Der Gesamtwert ist rückläufig. Im Jahr 2020 waren es noch 20,2 Milliarden Euro. Was ist da los?

Gründemann: Wir haben eine neue Lebensversicherungsgesellschaft gegründet, in die wir seit dem 1. Januar 2022 unser Neugeschäft leiten. Das bestehende Portfolio der alten Lebensversicherungsgesellschaft läuft nun schrittweise aus.

Folglich gehen auch die damit verbundenen Kapitalanlagen zurück. Für die Versicherungskunden hat dies – auch vor dem Hintergrund der Auflösung der Zinszusatzreserve – jedoch keine nachteiligen Effekte auf ihre Gewinngutschriften.

Die Hamburger Pensionsverwaltung braucht sich vor diesen Zahlen nicht zu verstecken. Sie ist Pensionsadministrator mit rund 200 Mitarbeitern – aber ohne eigene Assets. Wie funktioniert ein solches Setup?

Klein: Die HAPEV ist ein Dienstleistungs- und Beratungsunternehmen für die betriebliche Altersversorgung und betreut die verwalteten Versorgungseinrichtungen als Full-Service-bAV-Dienstleister. Die Kapitalanlagen verbleiben dabei im wirtschaftlichen Eigentum der jeweiligen Einrichtungen, während operative Funktionen ganz oder teilweise an uns ausgelagert werden.

Unser Leistungsspektrum umfasst alle Aspekte der bAV, unter anderem Dienstleistungen in der Versicherungs- und Finanzmathematik sowie Beratung bei der Neu- und Umgestaltung betrieblicher Versorgungssysteme. Ergänzt wird das Angebot durch Kapitalanlagesteuerung und Asset-Liability-Management-Lösungen.

Der zentrale Vorteil dieses Modells liegt in der Bündelung von Expertise, standardisierten Governance-Strukturen und der Hebung von Synergien über die gesamte Wertschöpfungskette hinweg. Dadurch schaffen wir Skaleneffekte bei gleichzeitig hoher Professionalität in der Umsetzung regulatorischer, administrativer und kapitalmarktbezogener Anforderungen.

Gemessen an ihren Kapitalanlagen ist die Hamburger Pensionskasse von 1905 VVaG,

die HPK, die größte Pensionskasse unter dem Dach der Hamburger Pensionsverwaltung. Würden Sie sagen, sie ist das Flaggschiff der HAPEV?

Klein: Ja, das kann man so sagen. Ihr Kapitalanlagevolumen liegt aktuell bei etwa 9,3 Milliarden Euro. Und insgesamt belaufen sich die Kapitalanlagen der von der HAPEV verwalteten Einrichtungen auf rund 13,8 Milliarden Euro.

Die HAPEV stützt ihre Kapitalanlage auf eine Hausmeinung, die intern entwickelt wird. Wie machen Sie das?

Klein: Der taktische Teil unserer Kapitalanlage basiert auf einem House View. Ein zentraler Bestandteil des strukturierten Investmentprozesses ist das zweimal jährlich stattfindende „HAPEV Economic Forum“, bei dem wir gemeinsam mit internationalen Experten zentrale volkswirtschaftliche Entwicklungen diskutieren.

Im Mittelpunkt stehen dabei keine Punktprognosen, sondern die Herleitung robuster Strategien unter unterschiedlichen makroökonomischen Rahmenbedingungen. Aus den Szenarien leiten wir plausible Marktpfade und Reaktionsfunktionen für alle Asset-Klassen ab.

Kurz vor unserem Gespräch waren Sie in Washington beim Frühjahrstreffen des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank. Was haben Sie von der mit Terminen prall gefüllten Woche mitgenommen?

Klein: Die Veranstaltungen bieten einen außergewöhnlich direkten Zugang zu hochrangigen Experten, politischen Entscheidern und führenden Vertretern internationaler Institutionen. Dadurch erhält man spannende Einblicke in makroökonomische und geopolitische Entwicklungen. Wichtiger als die einzelne Prognose ist dabei das Verständnis für politische Prioritäten, wirtschaftspolitische Reaktionsmuster und sich verändernde globale Narrative. Gerade für langfristig orientierte institutionelle Investoren ist diese Einordnung von erheblicher Bedeutung.

Welche Informationen haben sich am Markt noch nicht herumgesprochen?

Klein: Zum Beispiel, dass die Folgen des Irankonflikts immer noch unterschätzt werden. Abgesehen von den direkten Konsequenzen könnten Zentralbanken gezwungen sein, trotz eines angebotsseitigen Schocks zu reagieren. Da der Zins der zentrale Bewertungsmaßstab ist, hat dies Implikationen für alle Finanzanlagen. Weitere zentrale Themen sind die globale Schuldendynamik, die Implikationen der bevorstehenden US-Zwischenwahlen sowie die künftige Rolle des US-Dollars.

Sie haben den Kreditzyklus bereits erwähnt. Viele Marktbeobachter warnen, dass die Schuldenstände zu hoch sind, zumal die Industriestaaten ein demographisches Problem haben. Höhere Zinsen wären eine zusätzliche Belastung. Beunruhigt Sie das?

Klein: Wir erwarten ein strukturell höheres Zinsniveau. Allerdings gehen wir nicht davon aus, dass ein Maß erreicht wird, welches zwingend gravierende realwirt-

Klein: Ein Problem ist, dass die Krisen der vergangenen Jahre den fiskalpolitischen Spielraum der Regierungen bereits eingeengt und spätestens nach Covid mutmaßlich überstrapaziert haben. Als Investoren müssen wir auch das im Auge behalten.

Wie beurteilen Sie die Haushaltslage in Frankreich?

Klein: Frankreich wies zuletzt ein Haushaltsdefizit von deutlich über fünf Prozent der Wirtschaftsleistung auf, auch ohne Rezession. Gleichzeitig liegt die Gesamtsystemverschuldung bei über 320 Prozent, bei ausbaufähigem Problembewusstsein der Politik.

Ähnliche Entwicklungen beobachten wir in den USA. Gerade für Investoren mit treuhänderischer Verantwortung stellt sich vor diesem Hintergrund zunehmend die Frage, ob selbst die Risikoprämien staatlicher Emittenten die Risiken noch angemessen reflektieren.

„Es ist erstaunlich, wie locker viele Marktteilnehmer mit den steigenden Zinsen in den USA umgehen.“

Andreas Gründemann, Signal Iduna

schaftliche Verwerfungen auslöst. Wahrscheinlicher ist ein Umfeld finanzieller Repression. Aus unserer Sicht ist dies der politisch realistischste Weg, um die Schuldenstände tragfähig zu halten. Für Investoren bedeutet das eine Phase niedriger Realzinsen bei zugleich erhöhter Inflation.

Lischewski: Die Finanzierung der Staatshaushalte wird in den nächsten Jahren defizitär bleiben. Ein Grund dafür sind die Anforderungen aus der neuen Verteidigungssituation in der Welt. Sie werden die Staaten sehr viel Geld kosten.

Auch die Klimaschutzmaßnahmen schlagen zu Buche. Für uns ist klar, dass das Zinsniveau auf absehbare Zeit nicht mehr rückläufig sein wird.

Und zu welcher Einschätzung sind Sie gekommen?

Klein: Wir agieren in diesem Zyklus bei langfristigen Zinsanlagen bislang bewusst zurückhaltend. Die kombinierten Kredit-, Inflations- und Laufzeitriskiken haben wir über weite Strecken als noch nicht angemessen kompensiert erachtet.

Was geschieht, wenn noch mehr Investoren so denken, wie Sie?

Klein: Wir erleben derzeit einen Paradigmenwechsel im US-Treasury Markt, dem wohl wichtigsten Referenzmarkt für Staatsanleihen. Diesem brechen die strategischen Käufer weg, die über Jahrzehnte zur günstigen Refinanzierung beitragen. Das wirkt

sich nachhaltig auf das lange Ende der Zinskurve aus.

Gründemann: Es ist erstaunlich, wie locker viele Marktteilnehmer mit den steigenden Zinsen in den USA umgehen. Der Rentenmarkt ist der einzige Markt, der Donald Trump noch beeinflussen kann. Und ich glaube, dass die Politikstrategen in Amerika darauf achten, dass die Zinsen im langen Bereich nicht so stark steigen. Andernfalls könnten sich die steigenden Zinsen für den US-Haushalt zu einer großen Herausforderung entwickeln.

Lischewski: Zumal sie sich auch mit den großen anderen Investoren dieser Welt auseinandersetzen müssen. Ich hatte vor einiger Zeit die Gelegenheit, mit dem Chief Investment Officer einer namhaften japanischen Versicherung zu sprechen. Diese Versicherung verfolgt eine Politik der Repatriierung von Anlagegeldern.

Der Marktteilnehmer freut sich, dass sich nun auch in Japan wieder höhere Zinsen im Vergleich der letzten Jahrzehnte vereinnahmen lassen. Und wenn ein solcher Großanleger zu der Einschätzung gelangt, dass US Treasuries jetzt nicht mehr der „place to be“ sind, dann ist das ein erheblicher Einflussfaktor. Wenn zusätzlich große Kapitalsammelstellen im Nahen Osten ähnlich denken und den USA „Paroli bieten wollen“, dann stimme ich Andreas zu. Es handelt sich um ein politisches Instrument, das am Zinsmarkt seinen Niederschlag findet.

Klein: Gleichzeitig dürfen wir nicht vergessen, dass die globalen Zinsmärkte korreliert sind. Steigende Renditen langfristiger US-Staatsanleihen übertragen sich auf ähnliche Segmente weltweit, auch auf Deutschland. Denn, wie Peter Lischewski sagte, globale Investoren arbitrieren den Weltmarkt.

Zudem verändern sich die internationalen Kapitalströme strukturell. Japanische Investoren etwa finden wieder attraktivere Anlagealternativen im Inland, während die Staaten am Persischen Golf aufgrund geopolitischer Belastungen und höherer Binneninvestitionen weniger Kapital in die USA exportieren.

Russland und China können oder wollen ihre Leistungsbilanzüberschüsse nicht mehr im US-Dollar-Raum investieren.

Hinzu kommt die wachsende Unsicherheit über den langfristigen Umgang der USA mit ihrer Verschuldung. Auch das wird von internationalen Investoren zunehmend kritisch bewertet.

Vor diesem Hintergrund müssen sich Investoren die Frage stellen, ob die Risikoprämien von US-Staatsanleihen noch angemessen sind. Wir selbst halten übrigens keine Fremdwährungsanleihen direkt auf der Bilanz, da unsere Verpflichtungen ausschließlich Euro-denominiert sind. Gleichwohl kann es im Sinne der Diversifikation sinnvoll sein, über Strukturen wie Repacks auch außereuropäische Märkte selektiv zu erschließen.

Was ist ein Repack?

Klein: Ein Repack ist eine etablierte Strukturierungslösung, bei der verschiedene Vermögenswerte in einem Wertpapier gebündelt werden. Auf diese Weise lässt sich beispielsweise eine ausländische Staatsanleihe mit einer Währungsabsicherung kombinieren.

Für den Investor entsteht daraus wirtschaftlich eine Euro-denominierte Anleihe. So diversifizieren wir unser Risiko-Rendite-Profil.

Wie gehen Sie bei der Selektion der Anleihen vor?

Klein: Wir verfolgen bei der Anleihe-selektion einen klar strukturierten und risikoorientierten Prozess. Unser Investmentuniversum umfasst derzeit rund 300 vorgeprüfte Emittenten und wird durch den kontinuierlichen Austausch mit unserem globalen Broker-Netzwerk sowie den Emittenten selbst fortlaufend erweitert. Im Fokus stehen hochqualitative Titel, überwiegend von staatlichen oder staatsnahen und supranationalen Schuldnern, sowie gedeckte Papiere.

Unternehmens- und Finanzanleihen müssen mindestens über ein A-Rating verfügen und aus unserer Sicht attraktive risikoadjustierte Mehrerträge bieten. Diese analysieren und überwachen wir fortlaufend.

Und welche Faktoren liegen Ihren Anlageentscheidungen zugrunde?

Klein: Neben klassischen Risiko-Rendite-Überlegungen berücksichtigen wir bei unseren Anlageentscheidungen insbesondere bilanzielle und regulatorische Implikationen. Darüber hinaus bleibt Diversifikation ein struktureller Werttreiber.

Die Granularität unserer Portfolios liegt deutlich über den aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen. Dabei diversifizieren wir konsequent über alle relevanten

und nach dem Zinsanstieg abgestoßen hat. Macht es Sinn, diesen Ultralangläufer jetzt zu kaufen? Die Yield to Maturity beträgt 3,7 Prozent, der Nominalzinssatz 2,1 Prozent.

Lischewski: Es kommt darauf an! Wenn Sie als Anleger aus der Liability-Sicht ein Motiv haben, sich auf diesem Zinsniveau langfristig zu engagieren, dann ist das mit Blick auf die laufende Verzinsung aktuell akzeptabel. Auch die Bonität befindet sich in einem soliden Bereich. Wenn man einmal davon

„Globale Diversifikation bedeutet nicht zwangsläufig, Währungsrisiken eingehen zu müssen.“

Stefan Klein, Hamburger Pensionsverwaltung

Dimensionen hinweg und vermeiden strukturelle Klumpenrisiken, auch innerhalb der Eurozone.

Wie passt das zu Ihren Rentenverpflichtungen im Euro?

Klein: Globale Diversifikation bedeutet nicht zwangsläufig, Währungsrisiken eingehen zu müssen. In Märkten wie Australien oder Kanada emittieren zahlreiche Schuldner beispielsweise Euro-denominierte Privatplatzierungen. Darüber hinaus gibt es weitere Strukturen, mit denen sich ein vergleichbares Risikoprofil bei zugleich attraktiveren Renditeniveaus darstellen lässt.

Risiken oder Komplexitätsgrade, die nicht zu unseren Kernkompetenzen zählen, steuern wir übrigens über externe Spezialisten. Im Fixed-Income-Bereich nutzen wir dafür drei spezialisierte Masterfonds: für Investment Grade, High Yield und Local-Currency-Emerging-Markets.

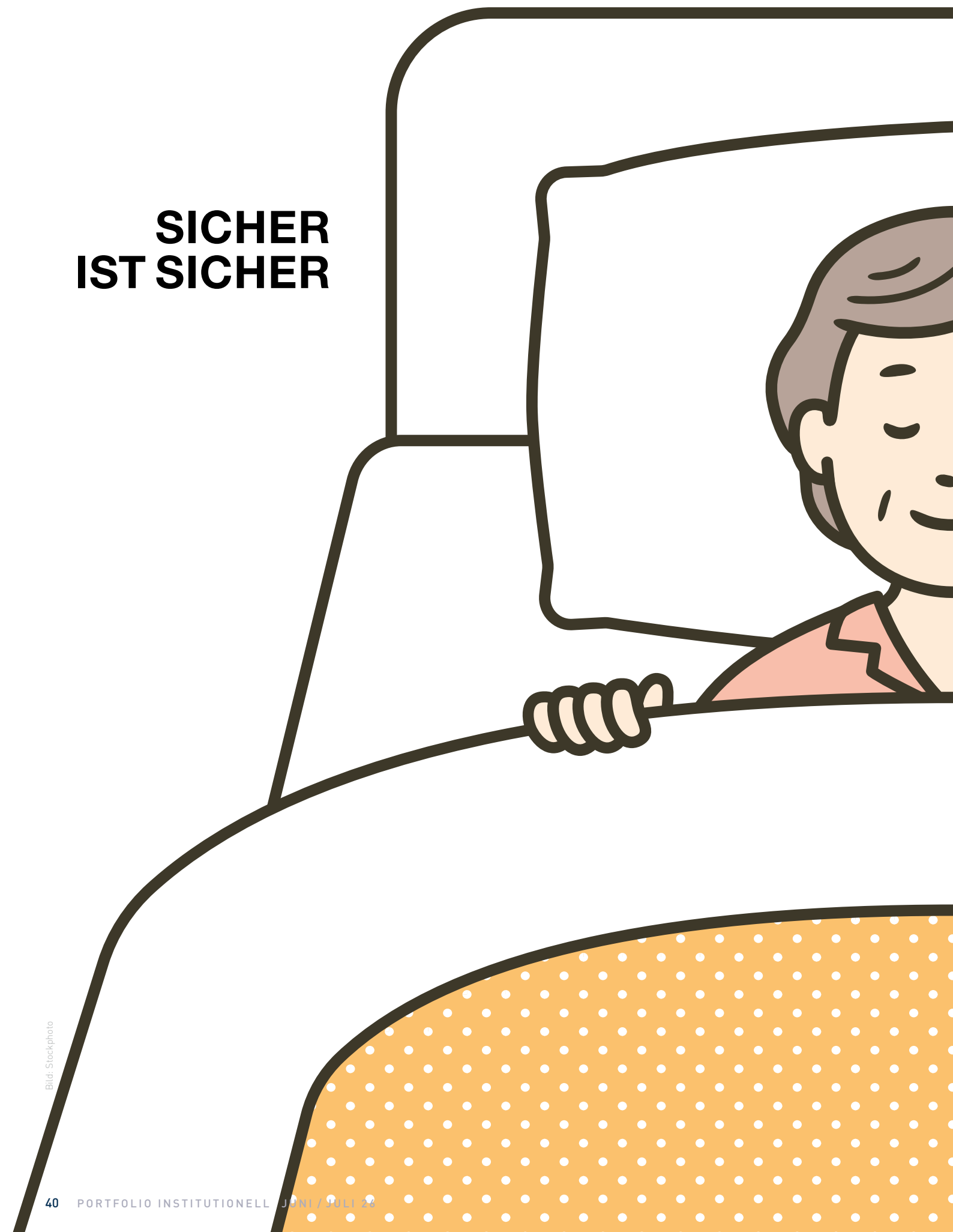
Staatsanleihen gelten als eine sehr sichere Anlage. Allerdings konnte man mit dem 2017 emittierten 100-jährigen Methusalem-Bond aus Österreich viel Geld verlieren, sofern man ihn bei der Emission gekauft

absieht, dass kein Länder-Monitoring so weit in die Zukunft blicken kann, dann kann man aber unter heutigen Aspekten zu der Einschätzung kommen, dass das Anlageinstrument eine Bonität ist, der ich vertrauen kann.

Das klingt so, als folgt jetzt gleich ein „aber“.
Lischewski: Das nicht, doch jetzt kommt das Entscheidende und das ist der sogenannte Konvexitätseffekt, den Sie sich bei dieser Anleihe einkaufen. Der kann für die Steuerung von Bilanzierungsaspekten von großer Bedeutung sein.

Stellen Sie sich einen Versicherungsanleger vor, der trotz hinreichend langer Zinsanlagen nach wie vor ein Durations-Gap aufweist zwischen der Aktiv- und der Passivseite der Bilanz. Und dieser Anleger verfolgt das Ziel, mit relativ geringem monetärem Aufwand und wenig eingesetztem Kapital dieses Durations-Gap auch unter Solvency-II-Gesichtspunkten zu schließen. Dann können Sie mit einer solchen Anleihe, deren Kurs bei etwa 58 Prozent steht, mit relativ geringem Aufwand eine sehr interessante Absicherungsstrategie gegen fallende Zinsen entwickeln, um sich gegen dieses Durations-Gap zu schützen.

**SICHER
IST SICHER**





Sicherheitsdebatten betreffen auch institutionelle Portfolios. In diesen kann mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit – also nicht zu 100 Prozent – im Direktbestand und bei der Finanzierung von Stadtwerken nichts ausfallen. Eine Upside ist zumindest in Form eines lokalen Impacts möglich.

Direkt punkten mit Hilfestellung

Von Jochen Hägele

Angesichts rekordhoher Langfristzinsen im Euroraum ziehen viele Versicherer, Pensionskassen und Versorgungswerke den Direktbestand weiter hoch. Für das Management sowie die Auswahl und Überwachung der Anlagen auf der Bilanz nutzen sie dabei oft externe Unterstützung in unterschiedlichsten Abstufungen.

Mit mehr als drei Prozent bringen zehnjährige Bundesanleihen aktuell Renditen wie seit 15 Jahren nicht. Kein Wunder, dass viele institutionelle Investoren den Ausbau der Direktanlagen ganz oben auf ihrer Agenda haben. Bekanntlich hatten zahlreiche Versicherer und Pensionskassen während der Niedrig-, Null- und Negativzinsen der 2010er Jahre einen zunehmenden Anteil ihrer Strategischen Asset Allocation (SAA) in illiquide Assets umgeschichtet, um ihre Ertragsziele zu erreichen. Spiegelbildlich dazu schmolz der Direktbestand oft ab. Dann katapultierte das Jahr 2022 die Zinsen nach oben und die liquiden Zinsanlagen wieder in den Vordergrund. Doch auch vier Jahre nach der Zinswende haben viele Investoren ihre Wunschallokation im Fixed-Income-Direktbestand nicht erreicht. Zu groß war der Anteil, der in den illiquiden Strategien steckte, aus denen zudem nach wie vor die Rückflüsse oft eher tröpfeln als sprudeln. „Der Wiederaufbau von Direktbeständen ist bei vielen Investoren deutlich vorangekommen, jedoch aus unserer Sicht noch nicht abgeschlossen“, sagt etwa Nikolaus Schmidt-Narischkin, Managing Director Investments bei WTW.

Auch er sieht einen Hauptgrund im Rückstau an den privaten Märkten: „Da der Abbau illiquider Anlagen Zeit benötigt, erstreckt sich eine strategische Neuausrichtung und ein Ausbau von Direktbeständen typischerweise über mehrere Jahre“, so Schmidt-

Narischkin. Die Folge: Viele Investoren nähern sich erst allmählich ihrer Wunsch-Allokation. Das beobachtet auch Matthias Wenzel, Leiter Fixed Income Solutions bei der Meag. Der Asset Manager der Münchner-Rück-Gruppe betreut den Direktbestand der Kunden innerhalb des Konzerns und auch Bestände externer Kunden. Veränderungen im Anlageverhalten spürt man hier unmittelbar: „Wir stellen fest, dass die Renaissance des Direktbestands anhält, vielleicht mit etwas nachlassender Dynamik im Vergleich zu den Vorjahren“, sagt Wenzel. Das Interesse liegt für ihn angesichts des aktuellen Renditeniveaus auf der Hand, schließlich könnten Asset Owner aktuell mit vielen bonitätsstarken Investments sehr attraktive nominale Renditen über längere Zeiträume erzielen.

Zinsturbo für den Direktbestand

Der jüngste Renditeanstieg verleiht der Zins-Direktanlage nochmals zusätzlichen Schub: „Bereits der Anstieg der langfristigen Euro-Zinsen im vergangenen Jahr hat dazu geführt, dass Direktbestandsquoten häufig noch mal erhöht wurden“, sagt WTW-Berater Schmidt-Narischkin. Auch den jüngsten Renditesprung infolge des Irankonflikts nutzen Investoren als attraktives Einstiegsniveau, um langfristig planbare Erträge zu sichern und die Zinsbindung zu verlängern. Zugleich vermeiden viele Anleger zunehmend Kreditrisiken bei Neuengagements. „Vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Anleiherenditen geht der Trend aus unserer Sicht wieder zurück zu klassischen Core-Anleihen“, sagt Schmidt-Narischkin.

Das aktuelle Umfeld ist für den Direktbestand zweifellos günstig: So sieht das auch Christian Zopf, der in der Kapitalanlage der

Volkswahl-Bund-Versicherungen für Renten und Infrastruktur verantwortlich zeichnet. In den vergangenen Jahren haben auch die Volkswahl-Bund-Versicherungen den Schwerpunkt der Neuanlage überwiegend im Fixed-Income-Segment gesetzt. Die hohen Renditen bei guten bis sehr guten Bonitäten sowie die Anforderungen an ein passendes Duration-Matching ergänzten sich dabei sehr gut, erklärt Zopf. Positiv sei auch die Auflösung der Inversion am langen Ende der Zinskurve und das wachsende Angebot bei langen und sehr langen Laufzeiten. Er sieht aktuell keinen Grund, den Ausbau im Zinssegment zu drosseln: „Zukünftig gehen wir bei anhaltend positiven Rahmenbedingungen im klassischen Fixed-Income-Bereich weiterhin von überdurchschnittlichen Allokationen aus“, so Zopf. Standen zunächst lange Staats- oder staatsnahe Papiere wie EU-Anleihen oder ausgewählte Bundesländeranleihen im Vordergrund, investiert der Versicherer seit einiger Zeit verstärkt in hochwertige Unternehmensanleihen der Ratingklassen AAA bis A. Als Beimischung nutzt man staatliche Emittenten aus starken und stabilen Volkswirtschaften wie Kanada oder Australien. Zopf: „Insgesamt sehen wir weiterhin ein ausreichend interessantes Marktumfeld, um das Fixed-Income-Portfolio mit Anleihen hoher Bonität und attraktiven Renditen weiter auszubauen.“

Genauere Zahlen gibt es zwar nicht, aber insgesamt haben die meisten institutionellen Anleger den Rentendirektbestand wieder hochgefahren. Es gibt aber auch Investoren, die den Direktbestand relativ stetig durch das sich verändernde Zinsumfeld der vergangenen Jahre gesteuert haben. So etwa die Nordrheinische Ärzteversorgung (NÄV): „Der Direktbestand ist und bleibt ein Grundpfeiler unserer Kapitalanlage“, erklärt Milosz von Babo aus der Wertpapieranlage der NÄV. Man werde diesen auch künftig nicht über- oder untergewichten, sondern in jeder Marktphase aktiv bleiben. Der Direktbestand der NÄV wird ausschließlich vom eigenen Team verwaltet, das bei Käufen durchgehend auf qualitativ hochwertige Emittenten mit herausragenden Ratings im Investment-Grade-Bereich setzt. Grundsätzlich erwerbe man nur Namenspapiere von Emittenten höchster Bonität aus den Bereichen Covered Bonds, Financials, Supranationals, Sub-Sovereigns und Agencies (SSA) mit Schwerpunkt Kerneuropa, so von Babo. Reine Unternehmensanleihen spielen im NÄV-Direktbestand keine Rolle. Externe Hilfestellung holt sich das Kapitalanlageteam bei der Bonitätseinschätzung: „Grundsätzlich lassen wir alle unsere Titel im Direktbestand durch einen spezialisierten und unabhängigen Dienstleister raten“, so von Babo. Das soll eine einheitliche und vergleichbare Metrik der Bewertungen sicherstellen.

Rating ist gut, Kontrolle ist besser

Die Nutzung externer Dienstleistungen im Direktbestand hat seit der globalen Finanzkrise stark an Verbreitung gewonnen, wobei auch hier kaum belastbare Zahlen vorliegen. Dabei geht es natürlich um das Matching von Cashflow- und Verbindlichkeitsprofil und die strategische Definition der Zielstruktur des Direktbestands,

bei der oft Consultants unterstützen. Aber auch bei der Vermeidung von Ausfall- und Downgrade-Risiken und Relative-Value-Einschätzungen kommen oft Dienstleister zum Einsatz. Wenn es darum geht, welche externen Hilfeleistungen im Direktbestand genutzt werden, unterscheiden sich die institutionellen Kapital-sammelstellen teils deutlich. Dabei reicht das Spektrum von der Auslagerung des Managements und der Einzeltitelselektion an spezialisierte Asset Manager über externe Analysen zu Bonität und Relative Value bis zum reinen Bonitätsscore.

Hierfür ein wichtiger Treiber sind regulatorische Anforderungen: Mit der CRA-III-Verordnung von 2013 zog die Europäische Union Konsequenzen aus den Erfahrungen der globalen Finanzkrise, in der die Ratings der großen Ratingagenturen in verschiedenen Produktklassen reihenweise als Prognoseinstrument zur Risikoeinschätzung versagt hatten. Die CRA-III-Verordnung nimmt Asset Owner in die Pflicht, sich nicht blind auf die Ratingurteile der Agenturen zu verlassen, sondern diese kritisch zu hinterfragen. Während große Versicherer oft eigene Credit-Research-Einheiten vorhalten oder gleich einen Asset Manager mit entsprechenden Kapazitäten im eigenen Haus haben, stellt sich die Lage vor allem bei mittelständischen Versicherern und Pensionseinrichtungen anders dar. Sie suchen oft externe Hilfe bei der kritischen Überprüfung der Bonitäten im Direktbestand.

„Buy and Maintain“ Manager

Management nach „Buy-and-Maintain“-Grundsätzen im Paket bieten verschiedene, überwiegend versicherungsnahe Asset Manager. „Wir bringen mit der ‚Buy-and-Maintain‘-Eignung zum Ausdruck, dass wir während der Laufzeit der Emission keine Ausfälle durch Credit-Events erwarten“, so Meag-Experte Wenzel. Im Hinblick auf die Bonitätsbewertung fließen bei der Meag externe Ratings in die Bewertung von Emittenten und konkreter Investments ein. Entscheidend bleibe letztlich aber die fundamentale Einschätzung des hauseigenen Credit Research zu den Emittenten hinsichtlich der Eignung für Direktbestände, so Wenzel. Er sagt: „Im Vordergrund steht aus unserer Sicht zum einen, die Diversifikation des Direktbestands voranzubringen, also Klumpenrisiken zu vermeiden. Zum anderen wollen wir stetig Renditevorteile durch die Selektion attraktiver Emittenten vereinnahmen, die nicht regelmäßig am Kapitalmarkt auftreten, ohne dabei die Kreditqualität zu mindern.“

Die Mandate, die Wenzels Team nach „Buy-and-Maintain“-Grundsätzen für Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke betreut, sind stark in Staatsanleihen, Supranationals, Agencies, staatsnahe Emittenten und Investment-Grade-Unternehmensanleihen investiert. Da die Leistungsversprechen in der Regel nominal sind, ist das höhere Renditeniveau grundsätzlich von Vorteil. Das gilt auch, wenn der Marktwert des Bestands infolge des Renditeanstiegs sinkt und sich stille Lasten bilden. „Bei

Bestandsanleihen im Anlagevermögen hat der Kursverlust keine Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung, solange keine Zweifel an der Kreditqualität der Emittenten vorliegen“, sagt Wenzel. Als langfristiger und zuverlässiger Investor, der auch ein Private Placement allein stemmen könne, sei man für Emittenten ein sehr interessanter Ansprechpartner: „Davon profitieren wiederum unsere Kunden, denn sie erhalten über uns Zugang zu erstklassiger Qualität mit entsprechendem Renditevorteil.“

Bonität und Bewertung im Fokus

Es muss aber nicht immer das All-Inclusive-Paket sein. Verschiedene Asset Manager bieten auch die Beratung zu Bonität und Attraktivität einzelner Anleihen und Emittenten. Als unabhängiger Anbieter konzentriert sich die Schweizer Firma Independent Credit View (I-CV) vollständig auf die Bonitätseinschätzung und die Relative-Value-Analyse. In das effektive Portfolio-Management greift man dabei jedoch nicht ein. Das Team um Geschäftsführer Christian Fischer ist seit 2003 in der Analyse liquider wie auch illiquider Kreditinstrumente aktiv und betreut inzwischen auch eine große Anzahl deutscher Kunden. „Der Direktbestand wird wieder wichtiger, aber gleichzeitig haben viele Asset Owner immer weniger Personal und Ressourcen auf der Fixed-Income-Seite“, erklärt Fischer. In dieses Vakuum stößt I-CV vor. Das Team eigener Kreditanalysten analysiert derzeit fortlaufend Anleihen von insgesamt mehr als 850 Emittenten, darunter alle Top-200-Emittenten aus Europa. Dazu kommen zahlreiche Schuldschein-Emittenten ohne externes Rating der großen Agenturen. „Der Kunde gibt uns das Universum vor, meist in Form seiner Bestände“, so Fischer. Die Unterschiede bei den Bonitätseinstufungen gegenüber den großen Ratingagenturen sind dabei signifikant: Fischer schätzt, dass rund 40 Prozent der Einstufungen unter denen der Agenturen liegen, 40 Prozent gleich und 20 Prozent höher sind. „Da wir die Sicht des Investors einnehmen, sind wir von Natur aus etwas zurückhaltender unterwegs“, so Fischer. Prominente Beispiele: Bei Wirecard etwa kam I-CV zu einer Einstufung von BB, während die Ratingagenturen die spätere Skandalfirma noch im Investment-Grade-Bereich sahen. Auch bei der Greensill Bank und Signa blieb I-CV mit einer Einschätzung von BB im High-Yield-Bereich, während offizielle Ratingagenturen sie teils als Investment Grade führten. Frankreich hat I-CV bereits 2011 auf A zurückgestuft, als das Land von den großen Agenturen noch mit AAA bewertet wurde.

I-CV liefert neben unabhängigen Bonitätseinschätzungen auch eine explizite Relative-Value-Empfehlung zu jedem Instrument. Fischer: „Der Investor bekommt somit nicht nur eine Bonitätsbewertung, sondern auch eine Einschätzung, ob das zugrunde liegende Risiko adäquat kompensiert wird.“ I-CV-Kunden fragen etwa im Rahmen von Auktionen nach einer Meinung. Zur aktuellen Einschätzung gibt ein Ausblick an, wie sich das Finanzrisikoprofil in den nächsten sechs bis 18 Monaten entwickeln wird.

Soweit I-CV die entsprechenden Daten zur Verfügung gestellt werden, betrachten die Analysten die Portfolios gesamtheitlich. „Wir sprechen konkrete Empfehlungen aus, was wir aus Bonitäts-sicht in Kombination mit der Risikoprämie kaufen beziehungsweise verkaufen würden“, erläutert Geschäftsführer Fischer. Die effektiven Anlageentscheidungen sowie sämtliche Überlegungen zu Asset Allocation und Duration liegen allerdings beim Portfolio-manager und dem Anlageausschuss.

Frühwarnsystem für Bilanz-Assets

Andere Anbieter stellen reine Bonitäts-Bewertungen und Risikoindikatoren zur Verfügung. Die Apo-Bank etwa bietet mit dem Apo-Score institutionellen Kunden eine quantitative und qualitative Analyse der Bonität von Emittenten aus den Bereichen Staaten, Banken und Unternehmen. Ein klar definiertes Angebot hat auch Hanse Merkur Trust mit dem Frühwarnsystem für Bonitätsrisiken entwickelt. Das Frühwarnsystem arbeitet mit einem Set schneller Marktdaten und soll Investoren möglichst frühzeitig auf Veränderungen der Bonität hinweisen, um damit den Ratingaktionen der großen Agenturen deutlich voraus zu sein. Während ein Rating der etablierten Agenturen typischerweise über den Konjunkturverlauf hinweg weitgehend konstant bleiben soll, ist der Score deutlich reaktionsschneller aufgebaut. Der rein quantitative Ansatz basiert auf vier Säulen. Die klassische Kreditanalyse wird dabei mit einer Marktanalyse, einer Sentiment-Analyse und einer Klimarisikokomponente kombiniert.

Eine besondere Rolle kommt innerhalb der Marktanalyse der Beobachtung der Aktienmärkte zu – sowohl auf individueller Ebene als auch zusätzlich innerhalb der jeweiligen Branche oder des Segments. In die Sentiment-Analyse fließen Faktoren wie die Put-Call-Ratio ein. „Der Score kann Investoren damit relativ frühzeitig Hinweise auf potenzielle Bonitätsveränderungen innerhalb ihres Anleihenportfolios geben“, erklärt Stefan Schuckmann, Leiter Risikomanagement bei der Hanse Merkur Trust.

Den Ratingagenturen einen Schritt voraus

„Die Ratingagenturen kommen letztlich meist zum selben Urteil wie wir, allerdings mit einer zeitlichen Verzögerung, da sie deutlich stärker auf Bilanzkennzahlen aufsetzen“, erklärt Schuckmann die Vorteile. Was das Frühwarnsystem hingegen nicht leistet, ist eine Portfolioanalyse. Auch die individuellen Ausgestaltungsmerkmale einzelner Anleihen in Form von Covenants erfasst das System nicht. Ebenso trifft der Score keine Aussage über die relative Attraktivität einer Anleihe. „Der Indikator signalisiert den Kunden jedoch, wo sich etwas verändert“, erläutert der Risikomanager. Ob eine Anleihe attraktiv bewertet ist, bleibe Sache des Investors. Stefan Schuckmann teilt mit: „Diese Beurteilung liefert das System nicht. Stattdessen ist es klar auf die schnelle und vorausschauende Erfassung von Veränderungen ausgelegt.“

Das Frühwarnsystem entwickelte Hanse Merkur nach der Finanzkrise – damals bereits mit Blick nicht nur auf die Eigenbestände der Hanse-Merkur-Versicherungsgruppe sowie die eigenen Publikums- und Spezialfonds, sondern auch als Service für interessierte externe Drittkunden.

Umfangreiches Einzeltitel-Coverage zu mehr als 400 Emittenten bietet auch die LBBW. Die Landesbank bewertet auch illiquide Zinsträger wie Schuldscheindarlehen, Private Placements oder strukturierte Anleihen. Die mindestens halbjährlich aktualisierten Analysteneinschätzungen werden von einer spezialisierten Beratungseinheit durch ein regelmäßiges Monitoring der Kundenbestände begleitet. Je nach Ausgestaltung können auch konkrete Handlungsempfehlungen für die Portfoliobestände entwickelt und diskutiert werden. Neben der Bewertung von verzinslichen Anlagen ohne Rating erleichtert dies auch die Erfüllung der CRA-III-Anforderungen, heißt es bei der LBBW.

EZB auf dem Rückzug, KI-Anleihen auf dem Vormarsch

Während sich die Direktbestände wieder füllen, verändert sich die Topografie am Markt. So etwa bei der zunehmenden Verfügbarkeit langlaufender Anleihen. Dass auch in qualitativ hochwertigen Anleihen mit langer Laufzeit wieder ausreichend „Material“ am Markt vorhanden ist, hat sicher auch mit dem Rückzug der Europäischen Zentralbank (EZB) zu tun. Immerhin hatte das Euro-Zentralbanksystem phasenweise bis zu 30 Prozent der umlaufenden Bundesanleihen und anderer Euro-Staatspapiere auf die eigene Bilanz genommen. Mit dem Auslaufen der Bestände aus den APP- und PEPP-Notfallprogrammen und der Verkürzung der EZB-Bilanz bleibt schlicht mehr Anleihenvolumen für renditeorientierte Anleger übrig.

Aktuelle Verschiebungen finden auch am Markt für Corporate Bonds statt: Eine der wichtigsten ist sicher das Aufkommen der KI-Emittenten. Immer mehr große US-Technologiekonzerne refinanzieren ihre umfangreichen Investitionen in KI- und Rechenzentrumsinfrastruktur über den Anleihemarkt statt den eigenen Cashflow. Die meisten der großen US-Hyperscaler verfügen über äußerst gute Ratings. Darauf weist etwa Christian Zopf von den Volkswohl-Bund-Versicherungen hin. Zwar gelte es, auch angesichts der hohen Gewichte dieser Firmen in Aktienindizes Konzentrationsrisiken über verschiedene Asset-Klassen zu berücksichtigen, doch grundsätzlich sieht er in dem Segment interessante Möglichkeiten.

Bonds der Hyperscaler mischen Markt auf

Viele Emissionen weisen zudem lange Laufzeiten auf, um die Lebensdauer der Rechenzentrumsinfrastruktur abzubilden. Einige aktuelle Neuemissionen haben Laufzeiten von 50 Jahren und mehr. Marcel Kirchmaier-Gaupp, Leiter Corporate-Research der LBBW, weist darauf hin, dass die Fälligkeiten einiger Anleihen oft weiter in der Zukunft liegen als die Unternehmensgründung zurück liegt.

Das 1977 gegründete Unternehmen Oracle ist zwar bei seiner Emission mit bis zu 40 Jahren Laufzeit etwas unter der Firmenhistorie geblieben, doch hat der IT-Konzern unter den großen Hyperscalern das schwächste Rating. Moody's und S&P bewerten den langjährigen SAP-Konkurrenten im unteren Investment Grade. Christian Fischer von I-CV dagegen sieht Oracle bereits im High-Yield-Segment. Wer recht behält, wird sich in den vielen Jahren bis zur Fälligkeit sicher zeigen, aber genau so hat sich das die Europäische Union wohl mit der geforderten kritischen Hinterfragung der offiziellen Ratings vorgestellt.

Staatsanleihenrenditen: Das Ausland lockt!

	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
Bundesrepublik	3,04	3,37	3,49	3,57
Frankreich	3,82	4,05	4,27	4,52
Italien	3,78	4,23	4,39	4,6
Rumänien	7,0	6,36	6,64	6,44*
Spanien	3,48	3,85	3,94	4,2
Vereinigtes Königreich	4,91	5,31	5,53	5,58
Australien	4,94	5,17	5,36	5,42
Kanada	3,54	3,67	3,78	3,9
USA	4,57	4,94	5,0	5,09

* 25 Jahre

Stand: 22.05.2026, Angaben in %; Quelle: Investing.com und finanzen.net; © portfolio institutionell

Werkstatt Stadtwerk

Von Patrick Eisele

Stadtwerke haben einen großen Finanzierungs- und Finanzinvestoren großen Anlagebedarf. Trotzdem kommen beide Seiten nur schwer zusammen. Ein Schlüssel für den Zugang zur öffentlichen Hand ist Nachrangkapital – aber nicht nur.

Der Job der Stadtwerke ist die Daseinsvorsorge. Mehr und mehr müssen sie aber für das eigene Dasein Vorsorge treffen. Schließlich müssen sie wie schon immer die Grundversorgung der Bevölkerung gewährleisten, also Strom, Wärme und Wasser liefern, marode Schulen und Straßen in Funktion halten sowie den Abfall entsorgen, Dauerverlustbringer wie den ÖPNV und das Schwimmbad stemmen sowie mit Inflation und kommunalen Eigentümern zurechtkommen, die selbst nichts mehr zu verschenken haben. Nun sollen sie aber auch noch CO₂-Neutralität schaffen, also die Energie- und Wärmewende vorantreiben sowie die digitale Infrastruktur verbessern. „Auf die Stadtwerke kommt in den nächsten fünf bis zehn Jahren ein viel größeres Finanzierungsvolumen als in der Vergangenheit zu“, sagt Friederike Lüking, Senior Investment Manager bei der Provinzial Asset Management, kurz Pro AM.

Asset Manager mit öffentlich-rechtlichem Hintergrund sind bei der Kommunalfinanzierung in der Pole Position. Diese Erfahrung macht zumindest die LBBW AM. „Die gute Verbindung zu den Sparkassen vor Ort hilft uns, mit den jeweiligen Stadtwerken direkt ins Gespräch zu kommen“, erklärt Pascal Scheeff, der sich bei der LBBW AM um Transformationsfinanzierungen kümmert. Für Stadtwerke werden Termine mit Finanzinvestoren interessanter, um sich über Alternativen zur üblichen Bankfinanzierung zu informieren – insbesondere, wenn diese bilanzielle Vorteile bieten. Um

trotz ihres hohen Finanzierungsbedarfs ihre Eigenkapitalquote zu halten, sind für Stadtwerke Hybridfinanzierungen, die sich auf das Eigenkapital anrechnen lassen, unter Umständen eine attraktive Option. Diese Offenheit wiederum mögen auch deren Hausbanken. „Als Senior-Debt-Geldgeber schätzen es die Sparkassen, wenn wir das Eigenkapital ihrer Kreditnehmer stärken. Das erhöht den Spielraum für zusätzliche Investitionen“, so Scheeff. Grundsätzlich können die Stadtwerke selbst oder deren Projekte finanziert werden. „Im ersteren Fall ist für die Stadtwerke zielführend, wenn die Finanzierung in der Bilanz des Kreditnehmers dem Eigenkapital zurechenbar ist.“

Pro AM mit Fonds und Ankerinvestor

Mit Hybridkapital plant auch die Pro AM. Der Asset Manager des Provinzial-Konzerns hat die Findungsphase – zumindest was das Produkt und einen Ankerinvestor angeht – bereits hinter sich. Anfang März dieses Jahres gab die Provinzial bekannt, 150 Millionen Euro in den seit Ende 2025 existierenden Energiewende-Fonds Stadtwerke Pro zu investieren. „Investitionen in der Region passen sehr gut zu einem regionalen Versicherer wie der Provinzial. Das ist ein Win-Win und auch Gremien gut erklärbar“, erklärt Malte Kleindiek, Abteilungsleiter Direktanlage und Private Debt der Pro AM. Die Aufgabenverteilung sieht vor, dass die Pro AM die Strategie des Fonds entwickelt und Caplantic, eine Tochter der Nord-LB, diese operativ umsetzt. Die Strukturierungen der Finanzierungen mit den Stadtwerken erfolgen über die Nord-LB. Da Projekte sehr heterogene Vertragsgestaltungen erfordern, will der Fonds aus Effizienzgründen lieber die Stadtwerke selbst finanzieren. Vergeben werden Nachrangdarlehen. „Stadtwerke

sind nicht bereit, Eigentumsrechte abzugeben. Ebenfalls für Nachträge spricht, dass diese in unserer Gestaltung von den Stadtwerken hälftig zum Eigenkapital anrechenbar sind“, erläutert Kleindiek. Möglich wird dies neben der Nachrangigkeit durch die Nachhaltigkeit der Kapitalüberlassung und eine Stundung der Vergütung in Krisenzeiten. Im „Kämmerer“ schreibt Tim Jung-hans, Leiter Firmenkunden Energiewirtschaft der Nord LB, dass für die wirtschaftliche Betrachtung als Eigenkapital insbesondere folgende Merkmale relevant sind: qualifizierter Nachrang, lange Laufzeit, fehlende Besicherung, Verzicht auf ordentliche Kündigungsrechte sowie eine vertraglich geregelte Verlusttragungsfähigkeit.

Was das Eigenkapital der Stadtwerke stärkt – und damit deren Kreditwürdigkeit für Senior Debt –, stärkt auch die Rendite für die Investoren. Die Rendite der Nachträge gibt die Pro AM mit durchschnittlich 6,5 Prozent an. Für diese Höhe habe man sich auch an den knapp zweistelligen Renditezielen der Eigentümer von Stadtwerken orientiert. Damit liegt der Spread bei etwa 300 Basispunkten. Termin für die Fälligkeit der Nachträge ist das Jahr 2040. Die lange Laufzeit hilft VAG-Anlegern zur Bedeckung der Verbindlichkeiten. Den Kreditnehmern hilft für die anstehenden Finanzierungen, dass die Darlehen als Zinssammler ausgestaltet sind und die laufende Liquiditätsbelastung somit gering ist. Die Erwartung für die Bonität ist, dass Caplantic und Nord-LB auf Fondsebene auf eine Investment-Grade-Bonität kommen. Mangels Ratings einer von der EZB zugelassenen Ratingagentur müssen Solvency-II-Anleger jedoch das non-rated Bonds entsprechende Solvenz-Kapital unterlegen. Dies erscheint aber nicht als Nachteil, da die Solvency-II-Standardformel für Laufzeiten von zehn und mehr Jahren für unrated Bonds eine EK-Unterlegung von 30, für BBB-Anleihen von 27,5 und für BB-Ratings von 52 Prozent vorsieht.

Die Planungen für das Fondsprojekt gehen aber noch einen Schritt weiter: „Hintergrund des Fälligkeitstermins 2040 ist, dass wir uns die Option offenhalten wollen, eventuell in einem zweiten Schritt die Nachträge in eine fondsgebundene Lebensversicherung einzubringen. Dafür müssten alle Darlehen gleichzeitig fällig werden“, erklärt Friederike Lüking, Senior Investment Manager bei der Pro AM. Das ist aber noch Zukunftsmusik. Aktuell steht auf dem Spielplan, die von der Provinzial Leben dem Fonds zur Verfügung gestellten Gelder bei Stadtwerken zu platzieren. Pro Kreditnehmer soll sich das Volumen auf zehn bis 25 Millionen Euro belaufen. „Wir müssen einerseits auf Effizienz achten und haben andererseits 150 Millionen Euro zu streuen“, erläutert Kleindiek diese Größen. „Im Endeffekt adressieren wir somit mittelständische Stadtwerke.“ Aktuell werden Gespräche mit mehreren Interessenten geführt. Die Resonanz unterstreicht aus Sicht des Asset Managers das wachsende Interesse an dieser Finanzierungsoption.

Ebenfalls mit einem spezialisierten Produkt bereits am Start ist die EB Sim. Über diesen Fonds erhalten Stadtwerke langfristiges, planbares Kapital, das von den Banken als Eigenkapital angerechnet

wird und flexibel auf die langen Projektlaufzeiten der Wärmewende zugeschnitten ist, ohne die eigene Bilanz zu belasten, erläutert Geschäftsführer Dr. Wolfgang Graeber. „Für uns als nachhaltigen Asset Manager wiederum sind diese Investments ideal: Sie verbinden eine verlässliche, risiko-adjustierte Rendite für unsere institutionellen Anleger mit einer messbaren, regionalen Wirkung. Die Kooperation von Stadtwerken und institutionellen Investoren ist ein wesentlicher Beitrag für das Gelingen der Wärmewende.“

LBBW AM stützt sich auf Südwest-Konsortium

Vom Asset Manager der LBBW ist zu hören, dass man sich mit vielen Stadtwerken im engeren Austausch befindet. „Zunächst wollen wir über Pilotprojekte zeigen, dass wir kommunale Anleger und Finanzinvestoren zusammenbringen können“, erklärt André Pfleger, Head of Transformationsfinanzierung der LBBW AM. „Zielführend ist hierbei neben der Bereitstellung von Beteiligungen auch die Möglichkeit, eigenkapitalähnliches Hybridkapital langfristig zur Stärkung des Eigenkapitals zur Verfügung zu stellen. Welche genaue Strukturierung es am Ende sein wird, hängt von den individuellen Gegebenheiten bei den Stadtwerken ab.“

Neben dem öffentlich-rechtlichen Hintergrund helfen Pfleger und seinen Kollegen auch die zahlreichen Erfahrungen, die sie im Südwest-Konsortium (SWK) gesammelt haben. Beim SWK, das auch als Rendite-Richtschnur dient, handelt es sich um ein regionales Investorenbündnis, das 2023 ein Viertel der Anteile am Strom-Übertragungsnetzbetreiber Transnet-BW von der EnBW übernommen hat. „Abhängig vom Asset sollten die Renditen für Transformationsfinanzierungen mit kommunalem Kontext netto auf 5,5 bis sieben Prozent hinauslaufen“, erklärt Pfleger. „Wir wollen so nah wie möglich an das Asset“, so Pfleger zur Vorgehensweise. Eine Besicherung, wie ansonsten in der Senior -Finanzierung in der Infrastrukturwelt üblich, ist bei diesen Finanzinstrumenten jedoch oftmals nicht möglich. Insgesamt handelt es sich dafür aber um relativ risikoarme Investitionen, da diese Arten von Assets für die Bevölkerung als Daseinsvorsorge dienen und die Cashflows oftmals über Verträge oder regulatorische Vorschriften risikoreduziert sind, sagt Pfleger.

Auch bei der LBBW AM geht man von längeren Vorlaufphasen der Stadtwerke für die Aufnahme externer Investoren aus und ist zuversichtlich, dass das Projekt am Ende erfolgreich umgesetzt werden kann. Denn zum einen besteht bei zahlreichen Stadtwerken ein hoher Finanzierungsbedarf bei jedoch begrenzten öffentlichen Mitteln. Andererseits ist die Geldgeberseite interessiert an Diversifikation und planbaren Ausschüttungen. „Grundsätzlich haben institutionelle Investoren Appetit auf deutsche Infrastruktur und auch die Politik sieht die Notwendigkeit, privates Kapital zu mobilisieren“, erklärt Scheeff. „Nur ein Zusammenspiel von öffentlichen und privaten Geldern kann die erfolgreiche Finanzierung der Transformation in Deutschland ermöglichen. Die Einbindung

von öffentlichen Geldern kann dafür sorgen, dass sich das Risk-Return-Verhältnis für die privaten Investoren verbessert. Das private Kapital kann wiederum die öffentlichen Gelder hebeln und eine größere Gesamtwirkung erzielen.“

Garbe will Komplettanbieter sein

Der Zugang zu Stadtwerken könnte sich aber nicht nur durch das Eigenkapital stärkende Hybrid-Finanzierungen von namhaften Adressen aus dem öffentlich-rechtlichen Sektor öffnen, sondern auch durch die Expertise, die ein Projektentwickler und erfahrenes Immobilienunternehmen einbringen kann – darauf setzt man bei Garbe Infrastructure. Das Unternehmen sieht sich als langfristiger Partner der öffentlichen Hand, der als „Owner Operator“ außer Kapital eigene technische Kompetenz, Betriebserfahrung und Umsetzungsgeschwindigkeit einbringt, um so besser, schneller und günstiger zu sein. Was Garbe seit März außerdem noch einbringen kann: Dr. Tobias Brosze, der zuvor für Palladio Kommunal und die Mainzer Stadtwerke tätig war.

Der Ansatz von Garbe unterscheidet sich zu den vorgenannten Asset Managern. „Wir sind ein Komplettlösungsanbieter und nicht nur ein Finanzierungspartner. Wir können auch das gerade von kleineren Stadtwerken und Kommunen benötigte technische Fachwissen einbringen und größere Gesellschaften, die vor einer Vielzahl an Projekten stehen, entlasten“, beschreibt Brosze die Garbe-USP und wirbt dabei für Private-Public-Partnerships (PPP) – auch wenn der Begriff auf kommunaler Seite unbeliebt ist. „Es braucht eine neue Welle mit besseren PPPs und überzeugenderen Mechanismen als vor 20 Jahren.“ Als PPP-Blaupause nennt Brosze ein Wärmeverbundprojekt, für das sich die Stadtwerke Konstanz mit einer Tochter der Steag in einem Gemeinschaftsunternehmen verpartnert haben. Wofür Brosze ebenfalls wirbt, sind Standardisierungen und Eigenkapital-Investments. „Eine gewisse Kleinteiligkeit ist im kommunalen Bereich nötig. Damit bei kleinen Transaktionen trotzdem die Kosten nicht aus dem Ruder laufen, sind Prototypen für Vertragsgestaltungen und Bauweisen nötig.“

Bei Schulgebäuden sieht Brosze auf kommunaler Ebene übrigens den größten Investitionsstau. Aufgestaut hat sich aber auch der EK-Bedarf. Brosze ist durch seinen beruflichen Werdegang klar, dass Kommunen nur bedingt Eigentums- und Mitspracherechte abgeben wollen. „Aber was spricht gegen eine Minderheitsbeteiligung oder Asset-as-a-Service-Ansätze? Und wenn einmal das Vertragswerk aufgesetzt ist, verfolgt man auch die gleichen Interessen.“ Schule machen könnte auch das Konstanzer Modell, wo man die Projektgesellschaft als gemeinsame, gleichgewichtete öffentlich-rechtliche Beteiligung aufsetzte.

Woran Garbe derzeit arbeitet, ist die Einwerbung der Mittel. „Natürlicherweise kommen mit Blick auf das Risikoprofil und die Langfristigkeit Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Frage“, sagt Brosze. Zu diesen dürfte der 1965 gegründete Immobilienentwickler über seine Bestandskundenkartei einen guten Zugang haben. In Frage für kommunale Finanzierungen kommen für Brosze aber auch Family Offices – und zwar nicht nur wegen der Losgrößenthematik. „Family Offices haben eine starke Portfoliodenke und sehen den volkswirtschaftlichen Mehrwert einer funktionierenden Infrastruktur. Außerdem ist ihnen bewusst, dass es in der Asset-Klasse Infrastruktur nicht zielführend ist, sich nur an einer Renditemaximierung auszurichten.“

Der eine oder andere Patron eines Family Office mag auch eine lokalpatriotische Ader haben. Das Interesse von Family Offices an kommunalen Finanzierungen kann Hans-Christian Fröhlich, Vorstand der Mainzer Unternehmensberatung Panem AG und Mitveranstalter des Infrastruktur-Investmentforums bestätigen – und auch als Stadtrat von Ingelheim: „Bei mir hat sich auch einmal ein Family Office aus Hamburg nach Finanzierungsmöglichkeiten erkundigt. Die dachten, dass mit einem Gewerbesteuerzahler wie Boehringer nicht viel schief gehen kann.“ Als Stadtrat kennt Fröhlich die Finanzierungsprobleme von Kommunen. Die „Rheinheßische“, also das Stadtwerk von Ingelheim, taxiert den Finanzbedarf für die Energie- und Wärmewende auf circa 240 Millionen Euro. Eine Möglichkeit für deren Generierung sieht Fröhlich in der

Deutsche Stadtwerke nach Unternehmensgröße

	Anzahl	Bilanzsumme
Kleinstunternehmen	399	bis 2 Mio. Euro
Kleinunternehmen	378	2 bis 10 Mio. Euro
Mittelstand	349	10 bis 43 Mio. Euro
Großunternehmen	428	über 43 Mio. Euro
Gesamt	1554	

Stand: 22.05.2026

Quelle: Listflix.de; © portfolio institutionell

Auflage eines regionalen Fonds, der auf Finanzierungsprojekte in Ingelheim und Umgebung ausgerichtet ist. Investiert werden könnte über Nachträge oder Schuldscheindarlehen, die für institutionelle Investoren besser abbildbar sind als Genussrechte. „Was ein möglicher Fonds aber vor allem bräuchte, ist die Möglichkeit, sich mit Eigenkapital an Projekten zu beteiligen.“ Eigenkapital zu vergeben kann für Investoren äußerst attraktiv sein, wie ein Ingelheimer Real-Asset-Beispiel zeigt: „Unser Pyrolyse-Projekt – das etwa neun Millionen Euro kostet – ermöglicht uns, Abwärme zu erzeugen und zu nutzen. Daneben können wir durch Pflanzenkohle und CO₂-Zertifikate weitere Einnahmen erzielen. Durch das Biochar-Verfahren hilft diese Anlage für das Klimaneutralitätsziel mehr als Geothermie. Schön ist auch der IRR der Pyrolyse-Anlage, der bei über 30 Prozent liegt.“

Stadtwerk kann nicht ausfallen – oder doch?

Was Finanzinvestoren aber wohl noch mehr imponiert als hohe Renditen ist ein Anlagerisiko von null, da Stadtwerke nicht ausfallen können – oder doch? Von Experten wird das Default Risk nicht bei null aber doch bei nahe null gesehen, da im Fall der Fälle die Kommune und dann das Land einspringen müsste. Tobias Brosze hält Stadtwerke für sehr stabil und verweist darauf, dass diese in relativ kurzer Zeit vergleichsweise gut durch Pandemie und Energiekrise gekommen sind. „Stadtwerke sind zudem sehr risikoavers, was sich darin zeigt, dass die Pleiten von Energieanbietern fast nur Private getroffen haben.“ Vertrauen schafft auch, dass die Aufgabe von Stadtwerken ist, essenzielle Infrastruktur bereitzustellen. Die Stadtwerke Heidelberg teilen zu ihrer Bonität mit, dass das Risiko eines Totalausfalls als gering einzuschätzen sei, „weil wir als hundertprozentig kommunales Unternehmen über unseren Eigentümer, die Stadt Heidelberg, abgesichert sind. Denn als Anbieter grundlegender Versorgungsleistungen sind wir von elementarer Bedeutung für die Stadt und die Menschen, die dort leben.“

Bekannt ist aber auch, dass beispielsweise die Stadtwerke Schwäbisch Gmünd in Insolvenzgefahr schweben, und die Stadtwerke

Bad Belzig tatsächlich in Insolvenz gegangen sind. Grund war, dass sich der damalige Chef der Stadtwerke mit Warentermingeschäften an der Strombörse so verspekuliert hat, dass das kommunale Unternehmen plötzlich auf einem knapp 40 Millionen Euro hohen Schuldenberg saß. Trotz des hohen Finanzierungsbedarfs der Kommunen und dem Ziel von Investoren, sicher und diversifiziert anzulegen, dürfte sich der Annäherungsprozess noch länger hinziehen. Ein Hemmnis ist, dass Anleger mit viel geringerem Aufwand mit italienischen Staatsanleihen mit 15 Jahren Laufzeit derzeit 4,2 Prozent Rendite einlocken können. Auf der anderen Seite können Stadtwerke auch Geld bei ihren Bürgern einsammeln. Aktuell offerieren die Stadtwerke Heidelberg Namensgenussrechte für die Finanzierung der lokalen Wärmewende und des Klimaschutzes für eine Verzinsung von bis zu 3,5 Prozent und für Kunden von immer noch günstigen 3,75 Prozent.

Ein anderes Hemmnis ist die Kapitalmarktfähigkeit von Stadtwerken. Weiter müssen sich potenzielle Kreditnehmer auch erst einmal einen Durchblick durch das Förderprogramm-Dickicht von KfW, regionalen Förderbanken sowie Deutschlandfonds und Infrastrukturpaket verschaffen. Allerdings vergeben Förderbanken in der Regel klassisches Fremdkapital, was für die Stadtwerke auf Dauer nicht zielführend ist. Die KfW vergibt beispielsweise den Standardkredit Nr. 270 – Erneuerbare Energien – für einen effektiven Jahreszins – Stand Ende Mai – ab 3,65 Prozent. „Das Infrastrukturpaket wiederum ist gut, um die Finanzierungsprobleme der Kommunen ins Bewusstsein zu rücken. Was finanziell jedoch bei den Kommunen ankommt, ist bei weitem nicht ausreichend“, so die Einordnung von Hans-Christian Fröhlich. Wer sich übrigens mit Blick auf das Infrastrukturpaket viel verspricht, sind gemäß den Wortmeldungen auf einschlägigen Konferenzen große ausländische General Partners für Infrastructure. „Deren zweistellige Renditevorstellungen und Konsolidierungsstrategien passen nicht zu deutschen Kommunen“, erklärt Tobias Brosze. Umso mehr müssten sich Stadtwerke und Kommunen bemühen, PPPs mit deutschen Finanzinvestoren eine Chance zu geben.

Wie Nachrangdarlehen Eigenkapital und Liquidität stärken

Aufgabe: Zusätzlicher Investitionsbedarf von 45 Millionen Euro, wobei die EK-Quote nicht sinken darf

Lösung: Nachrangdarlehen über 25 Millionen Euro, welches hälftig zum EK zählt, und Fremdkapitaldarlehen über 20 Millionen Euro

Bilanzielle Ausgangssituation
EK-Quote: 31,3 Prozent

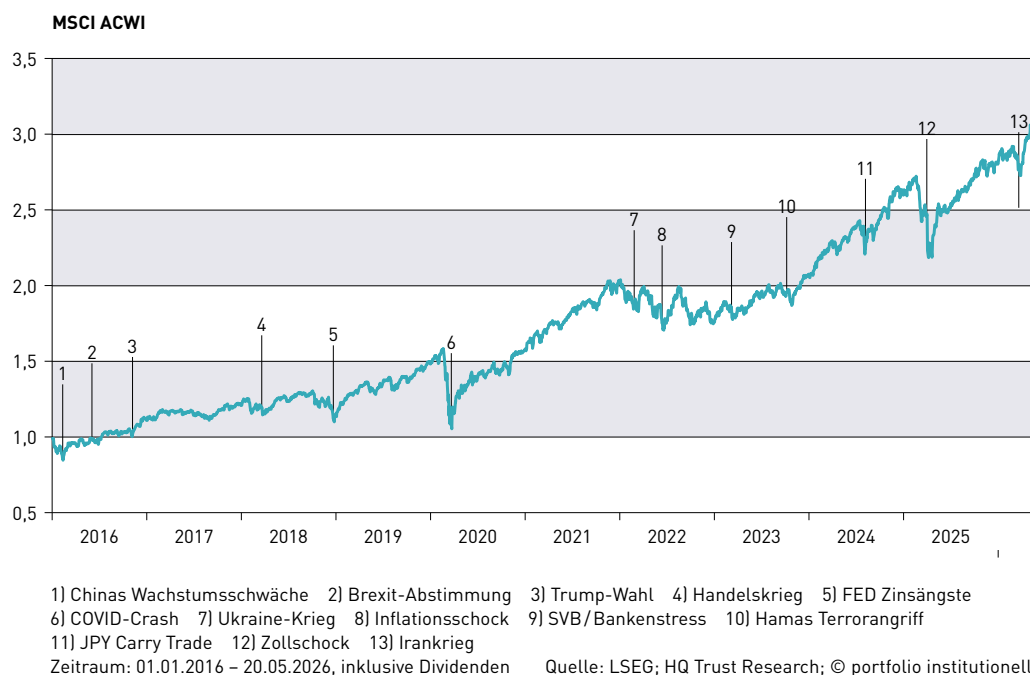
Aktiva	Passiva
AV 200 UV 120	EK 100 FK 220
320	320

Bilanzieller Effekt
EK-Quote 30,8 Prozent

Aktiva	Passiva
AV 245 UV 120	EK 100 Nachrang 25 FK 240
365	365

Quelle: Pro AM; © portfolio institutionell

Verdreifacher



Versiebenfacher

Den MSCI ACWI in seinem Lauf halten weder Trump noch Putin auf: Der Aktien-All-Country-World-Index hat sich nämlich in den vergangenen zehn Jahren verdreifacht. Nicht einmal die Brexit-Abstimmung, der Covid-Crash und Donald Trumps Zollschock im Frühjahr vergangenen Jahres konnten die Entfaltung der insgesamt 2.514 Unternehmen aus 23 entwickelten und 24 Schwellenländern, die der Index abbildet, bremsen.

Da wäre es ein Fehler gewesen, in Hektik zu verfallen. „Wer jeden Tag auf die Schlagzeilen schaut, übersieht schnell langfristige Trends“, sagt Martin Möller, neben Dr. Timo Klett einer der beiden Co-Heads des Bereichs Institutional bei HQ Trust. „Es geht darum, Geopolitik einzuplanen und nicht zu fürchten: Niemand kann Szenarien sicher vorhersagen. Aber man kann das Portfolio so aufstellen, dass man in keinem Szenario existenziell getroffen wird“, so Möller.

Mit einem solchen Allwetter-Portfolio hätten Anleger zwar vermutlich besser geschlafen, aber ein Investment in US-Technologiewerte hätte noch viel besser performt. Der Nasdaq 100 (Total Return), Gradmesser für den Tech-Sektor, hat seinen Indexwert binnen zehn Jahren mehr als versiebenfacht.

Jeden Montag und Mittwoch
Alles was wichtig ist für institutionelle Investoren

NEWSFLASH

Newsletter kostenlos abonnieren



portfolio
institutionell

NUR FÜR PROFESSIONELLE ANLEGER.

FOCUSED ON OUTCOMES

Als spezialisierter Asset- und Risikomanager bieten wir Ihnen kompetente Unterstützung bei der Kapitalanlage. Nutzen Sie unsere Expertise, um komplexe Herausforderungen zu meistern und Anlageziele zu realisieren.



www.insightinvestment.de

Kapitalanlagerisiko. Anleger erhalten möglicherweise den ursprünglich investierten Betrag nicht zurück.



OUTCOMES MATTER

Marketinginformation. Herausgegeben von Insight Investment Management (Europe) Limited. Eingetragener Firmensitz: The Shipping Office, 20-26 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 Y049. Eingetragen in Irland unter Registernummer 581405. Insight Investment Management (Europe) Limited unterliegt der Finanzaufsicht der irischen Zentralbank (Central Bank of Ireland). CBI Kennzeichen C154503. © 2026 Insight Investment. Alle Rechte vorbehalten.