

portfolio institutionell

bAV → CTA →

INVESTMENT-STRATEGIE

Mit guter Governance –
gerade bei Real Assets

INVESTMENT-STRATEGIE

Im Mittelpunkt:
Mid Market Buyouts

INVESTOREN

Mittel für Venture Capital:
Stiftung erweitert Anlagestrategie



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**



Ohne Garantien, mit Aktien (und umgekehrt)

Mit zehnjährigen Bunds lassen sich derzeit über drei Prozent verdienen. Für einige Pensionskassen und kleinere Versicherer kommt der Renditeregen aber zu spät, da ihnen mangels ausreichendem Eigenkapital die Bafin die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb widerrief. Vom jahrelangen Niedrigzins und Garantiedruck angeschlagen, gab diesen Kapitalsammelstellen meist der Immobilienmarkt den Rest. Ironischerweise führt der Run-off dann zu einer SAA, der diese Anleger zuvor in die Bredouille brachte.

Neugeschäft – wenn es denn möglich ist – sollte, auch im Interesse der Versicherten, ohne Garantien und mit entsprechender Renditeorientierung generiert werden. Dafür braucht es Asset-Klassen deren Renditeerwartung zu deren Risiken und auch Kosten passen, also vor allem Aktien und nicht Immobilien. Dann können auch kleinere Einrichtungen wirtschaftlich betrieben werden und haben ihre Existenzberechtigung.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen Ihr

Patrick Eisele
Chefredakteur



Vorfreude beginnt jetzt!

portfolio institutionell Awards und Jahreskonferenz
Berlin, 11. März 2027



Unvorhersehbare Welt. Klarer Prozess.

Setzen Sie auf fundiertes Research, einen strukturierten Investmentansatz und aktives Risikomanagement mit dem **DJE - Dividende & Substanz.**



Mehr erfahren unter:
➔ [dje.de/dividende-substanz-i](https://www.dje.de/dividende-substanz-i)

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt, das PRIIPs-KID und den Jahres- und Halbjahresbericht des jeweiligen Fonds, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Diese enthalten ausführliche Informationen zu Chancen und Risiken. Diese Unterlagen können in deutscher Sprache kostenlos auf www.dje.de unter dem jeweiligen 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 Informations- und Marketingzwecken, können sich jederzeit ändern und stellen keine Anlageberatung oder -empfehlung dar. Auszeichnungen und langjährige Erfahrung garantieren keinen Anlageerfolg. Sofern Aussagen zur Wertentwicklung in der Vergangenheit getätigt werden, ist das kein Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die in dieser Marketing-Anzeige beschriebenen Fonds können in verschiedenen EU-Mitgliedstaaten zum Vertrieb angezeigt worden sein. Anleger werden darauf hingewiesen, dass die jeweilige Verwaltungsgesellschaft bzw. der jeweilige Verwalter beschließen kann, die Vorkehrungen für den Vertrieb der Anteile ihrer Fonds gemäß Art. 93a der Richtlinie 2009/65/EG und gemäß Art. 32a der Richtlinie 2011/61/EU aufzuheben.
| DJE Kapital AG, Pullacher Straße 24, 82049 Pullach, Deutschland

NACHRICHTEN

Überblick – Corporates, Infrastruktur und Buyouts	6
Durchblick – Verius: Formale Hülle verdeckt ökonomische Risiken	8
Strenger Blick – Bafin-Abfrage zu steuerstrafrechtlichen Ermittlungen	8
Zweifelder Blick – Bafin beerdigt Sterbekasse	10
Lichtblick – Software AG Stiftung baut Renewables-Portfolio aus	10
Auf einen Blick – Personalien und Termine	11
portfolio Veranstaltungen – Private Markets Forum	12

WELTSPIEGEL

Blickfang – Hyperscaler im Investmentmanagement	14
--	----

MEINUNG UND ANALYSE

Adlerblick – Böswillige Verhaltensanomalien an den Kapitalmärkten	16
--	----

INVESTMENT-STRATEGIE

Kennerblick – Governance-Test, Part One: Grand Metropolitan und das VZB – warum der Fall mehr ist als ein Investmentverlust	20
Seeblick – Governance-Test, Part Two: Fleesensee – wie zwei Geschäftsführer dem Druck standhielten	24
Seitenblick – Mid Markets im Mittelpunkt	30

PENSIONS

Tiefblick – Das sind die beliebtesten Benefits in Deutschland	34
--	----

INVESTOREN

Röntgenblick der Joachim-Herz-Stiftung – Wachstumsstorys für den Stiftungshaushalt	36
---	----

VERANSTALTUNGEN

Blick durchs Schlüsselloch – Cologne Confidential	40
--	----

TITELTHEMA

Intro – bAV	46
Einblick – Das Wachstum bei CTAs geht in eine neue Runde	48
Ausblick – Gesetzliche Kapitalrente und bAV im Wettbewerb	52

RUBRIKEN

Impressum	6
#ESG	27
Chart-Kabinett	54

Bild: Stockphoto



Corporates, Infrastruktur und Buyouts

Kenfo und Bundesbank gelten als Kandidaten für die Verwaltung der neuen Kapitalrente. Gute Argumente haben beide Häuser. So genießt die Bundesbank beispielsweise das Vertrauen der Bundesländer Baden-Württemberg und Hessen sowie des Bundes. Für die drei Anleger – konkret der Versorgungsfonds des Landes Baden-Württemberg, das Altersspargbuch Hessen und ein Sondervermögen des Bundes und der Sozialversicherung – soll die Bundesbank Fondsanteile für deren Pensionsgelder kaufen. Das Anlagevehikel ist als Indexfonds für Unternehmensanleihen konzipiert, die die europäischen Standards für klimaneutrale Finanzanlagen berücksichtigen. Ebenfalls involviert sind als Manager, Verwahrstelle und Indexkonzept-Anbieter DWS, Deka-Bank beziehungsweise Stoxx. Das von den beiden Ländern und dem Bund angestrebte Volumen liegt im Bereich von drei bis sechs Milliarden Euro.

Kenfo legt um knapp acht Prozent zu – im Halbjahr

Der Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung, kurz Kenfo, wiederum kann mit einem starken ersten Halbjahr überzeugen. Nach jüngsten Angaben erzielte der Staatsfonds zur Finanzierung der Zwischen- und Endlagerung radioaktiver Abfälle im ersten Halbjahr eine Wertentwicklung von 7,9 Prozent. Mit einem Anlagevermögen von aktuell rund 28 Milliarden Euro ist der Kenfo die größte öffentlich-rechtliche Stiftung in Deutschland. „Unser Anlageergebnis zeigt erneut, dass sich eine ausgewogene, breit diversifizierte Anlagestrategie auch in einem herausfordernden Umfeld bewährt. Langfristige Verpflichtungen des Bundes können so zuverlässig kapitalgedeckt finanziert werden“, sagte die Vorstandsvorsitzende des Kenfo, Anja Mikus. Zum Jahresende 2025 bestand das Portfolio aus rund 41 Prozent Aktien, 39 Prozent Anleihen und 15 Prozent nicht-börsennotierten Anlagen. Hinzu kamen Barmittel mit einem Anteil von fünf Prozent.

VKB, VGH und VBL wollen Private Markets

Insbesondere von den Private Markets sind dagegen die Versicherungskammer Bayern (VKB), die VGH und die VBL überzeugt. Die beiden öffentlich-rechtlichen Versicherer beteiligen sich an einem neuen Infrastrukturfonds der LHI-Gruppe und treten dort als Lead-Investoren auf. Im Mittelpunkt des Fondskonstrukts mit dem Namen Regionergy steht die Energiewende in Deutschland. Über Partnerschaften mit Stadtwerken und regionalen Partnern sind Investitionen in Wind- und Solarparks, Netze, Speicherlösungen sowie weitere nachhaltige Energieinfrastrukturen geplant. Der Fonds stelle Eigenkapital bereit und stärke die regionale Transformation hin zu einer zukunftsfähigen Energieversorgung, heißt es in einer Mitteilung. Mit Blick auf die Eigenkapitalzusage verdeutlicht Andreas Kolb, CFO im Konzern Versicherungskammer, den Investment Case so: „Als Lead-Investor im Regionergy-Fonds

verbinden wir unsere langfristigen Anlageziele mit einem direkten Beitrag zur Energie- und Wärmewende in Deutschland.“ VGH-Kapitalanlagevorstand Jörg Sinner merkt an, dass die Investitionen im Regionergy-Fonds ein attraktives Rendite-Risiko-Profil böten und langfristig auf stabile Cashflows ausgerichtet seien. „Gleichzeitig unterstützen wir nachhaltige und strategisch sinnvolle Projekte, die die regionale Zukunftsfähigkeit stärken. Als öffentlicher Versicherer bringen wir unsere Netzwerke ein und schaffen Nähe und Vertrauen für langjährige Partnerschaften mit Stadtwerken“, fährt Sinner fort. Beraten soll den Fonds die VKB-Tochter Tecta Invest. Weitere Geldgeber sind willkommen, um den Fonds auf ein EK-Volumen von 250 bis 500 Millionen Euro zu heben.

Renditeorientierter ist dagegen die VBL unterwegs. Gegenüber diesem Medium bestätigte die Zusatzversorgungskasse, dass man derzeit ein großvolumiges Mid-Market-Buyout-Mandat auflege. Mehr hierzu lesen Sie auf den Seiten 30ff. 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), Jens Kummer (jk)
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

Fotos Seiten 40–45
Alex Habermehl

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

Bauen Sie die Datenbank, die Ihnen gehört.

Von Investoren für Investoren: Aus Ihrem Posteingang wird Ihre eigene, durchsuchbare Private-Markets-Pipeline. Über 1.000 vergleichbare Datenpunkte je Pitchbook.

Verius: Formale Hülle verdeckt ökonomische Risiken

Festverzinsliche, börsennotierte Schuldverschreibungen mit Investment-Grade-Rating – und dahinter hochverzinsten, meist nachrangige Kredite an Immobilienprojektentwickler: Der Fall Verius zeigt, wie weit die formale Hülle eines Anlageprodukts und sein ökonomisches Risiko auseinanderfallen können. Nach jüngsten Klageangaben könnten mindestens 96 Prozent des 1,2 Milliarden Euro schweren Fondsvermögens verloren sein; allein Krankenkassen und Kassenärztliche Vereinigungen haben Anlagen von mehr als 170 Millionen Euro bestätigt.

Die Institutionen erwarben keine Immobilien, sondern Inhaberschuldverschreibungen der Luxemburger Securo Pro Lux. Die Emissionserlöse flossen in den Verius-Immobilienfinanzierungsfonds, der Projektentwickler mit Zinssätzen von bis zu 15 Prozent finanzierte. Hauck & Aufhäuser fror den Fonds im Herbst 2022 ein; Ende November wurde die Berechnung des Nettoinventarwerts ausgesetzt. Die Anleihegläubiger hatten laut Prospekt keinen unmittelbaren Rückgriff auf den Fonds, die Immobilien oder Projektgesellschaften. Sicherheiten der Projektfinanzierungen wurden damit nicht zu Sicherheiten der Investoren.

Hauck & Aufhäuser mehrfacher Dienstleister

Hauck & Aufhäuser war auf mehreren Ebenen involviert. Hauck & Aufhäuser Fund Services fungierte als AIFM und war für Portfolioverwaltung, Risikomanagement und Bewertung verantwortlich. Die Luxemburger Niederlassung der Privatbank war Verwahr- und

Zahlstelle, die Privatbank auch Listing Agent; weitere Gesellschaften übernahmen Zentralverwaltung, Registerführung und Abwicklung. Der Verwaltungsrat von Securo Pro Lux bestand 2022 ausschließlich aus Funktionsträgern aus dem damaligen Hauck-&Aufhäuser-Umfeld. Formalen Rückhalt gab zudem das Investment-Grade Rating von Creditreform mit BBB–. Nach dem Einfrieren des Fonds setzte die Agentur das Rating aus. Gegenüber dem Handelsblatt erklärte sie, rechtliche Risiken und die nötige Überprüfung bei veränderten Rahmenbedingungen seien ausgewiesen worden.

Nun streiten die Beteiligten vor dem Landgericht Frankfurt. Ein Verhandlungstermin ist für Dezember angesetzt. Zu den Klägern gehören die KKH Kaufmännische Krankenkasse, Pronova BKK sowie die KVen Hessen und Baden-Württemberg. Sie werfen den Finanzunternehmen vor, die Anlagen seien als sicher und mit dem SGB IV vereinbar dargestellt worden. Hauck & Aufhäuser Fund Services weist gegenüber NDR, WDR und SZ den Täuschungsvorwurf zurück: Die Investoren seien durch Prospekt- und Vertragsunterlagen über Charakter, Risiken und eigene Prüfpflichten aufgeklärt worden.

Der Fonds wird inzwischen als Davao I SCS Sicav-Raif restrukturiert. Der Vertrag mit Hauck & Aufhäuser Fund Services endete im Januar 2024; neuer AIFM wurde Audentia Capital Management. Ob die Anleger getäuscht wurden oder die Unterlagen für ihre Prüfung ausreichen, muss das Landgericht Frankfurt klären. jk

Bafin-Abfrage zu steuerstrafrechtlichen Ermittlungen

Eine Bafin-Abfrage unter 1.267 Kreditinstituten, 542 Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds sowie weitere Marktteilnehmer zu Cum-Cum- und Cum-Ex-Gestaltungen brachte wenig Schmeichelhaftes ans Licht: Insgesamt 54 Kreditinstitute, 18 Versicherer und drei Gesellschaften aus dem Wertpapiersektor haben sich „potenziell“ an Cum-Cum-Gestaltungen beteiligt. Neben der Beteiligung an Cum-Cum-Gestaltungen und den daraus resultierenden Belastungen erkundigte sich die Aufsicht auch nach Cum-Ex-Gestaltungen. Zu beiden Varianten fragte die Aufsichtsbehörde zwischen Dezember 2025 und März 2026 die Unternehmen, ob es steuerstrafrechtliche Ermittlungen gegen Führungspersonen des Unternehmens gebe. Daraufhin gaben 73 Kreditinstitute, 21 Versicherer und zwölf Gesellschaften aus dem Wertpapiersektor an, „von mindestens einem dieser Fragenkomplexe betroffen zu sein“, so die Bafin, die an dieser Stelle nicht näher ins Detail geht.

Aus Cum-Cum- und Cum-Ex-Gestaltungen ergebe sich nach dem bisherigen Auswertungsstand eine potenzielle finanzielle Gesamt-

belastung von 7,01 Milliarden Euro. Mit 6,09 Milliarden Euro entfällt der größte Teil auf Kreditinstitute.

Gesamtbelastung von rund sieben Milliarden Euro

41 Prozent der Gesamtbelastung seien potenzielle künftige Belastungen, 59 Prozent bereits geleistete Zahlungen. Insgesamt wurden für potenzielle künftige finanzielle Belastungen aus Cum-Cum-Gestaltungen Rückstellungen in Höhe von 638 Millionen Euro gebildet und für Cum-Ex-Gestaltungen in Höhe von 288 Millionen Euro.

Bestandsgefährdet sei nach derzeitigem Stand keines der befragten Unternehmen, wie die Bafin weiter mitteilte. Zugleich kündigte die in Bonn ansässige Finanzaufsicht an, die Ergebnisse für die einzelnen Unternehmen noch tiefergehend zu prüfen – wo nötig auch mit Blick auf die Governance, das Steuerrisikomanagement und die Rolle von Einzelpersonen. tbü



Jeden Montag und Mittwoch
Alles was wichtig ist für institutionelle Investoren

NEWSFLASH

Newsletter kostenlos abonnieren



portfolio
institutionell

Bafin beerdigt Sterbekasse

Die Finanzaufsicht hat dem Bochumer Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit (BVaG) die Erlaubnis zum Betrieb des Versicherungsgeschäfts entzogen. Der 1968 gegründete BVaG ist nach eigenen Angaben mit über 120.000 Mitgliedern einer der größten Spezialversicherer für Sterbegeldversicherungen in Deutschland.

Zum Hintergrund teilte die Bafin mit, dass aufgrund von Abschreibungen auf immobilienbezogene Kapitalanlagen die vorläufige Bilanz des Unternehmens einen Fehlbetrag ausweist, der nicht durch Eigenkapital gedeckt ist. Der Versicherungsverein könne daher die gesetzliche Mindestkapitalanforderung nicht erfüllen. Einen Finanzierungsplan zur Beseitigung dieser Unterdeckung habe er der Bafin nicht vorgelegt.

Bochumer Versicherungsverein geht in Abwicklung

Durch den Erlaubniswiderruf geht der Bochumer Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit in die Abwicklung über. Die Sterbekasse darf nun keine neuen Versicherungsverträge mehr abschließen oder früher abgeschlossene Verträge erhöhen oder verlängern. Bestehende Versicherungsverträge werden grundsätzlich ordnungsgemäß fortgeführt. Weiter informiert die Bafin, dass laut Unternehmenssatzung mit ihrer ausdrücklichen Genehmigung Leistungskürzungen zum Ausgleich des Fehlbetrags möglich sind.

Der BVaG teilt selbst mit, dass bestehende Verträge weiterhin betreut und verwaltet werden. Hintergrund der aufsichtsrechtlichen

Entscheidung seien Wertverluste bei Kapitalanlagen in 2025. „Einige Kapitalanlagen mussten niedriger bewertet werden als bisher angenommen. Ursache hierfür ist vor allem die Zinswende im Jahr 2022, die nach der Corona-Phase zu einem schlagartigen Ende der langjährigen Niedrigzinsphase geführt hat. Dadurch wurde die aufsichtsrechtliche Kapitalausstattung des Versicherungsvereins belastet“, informiert die Sterbekasse. Zudem informiert die Sterbekasse über ihre Investments, dass man in Wald, Biogas, Solar- und Windkraft sowie in Pflegeheime investiert. Zu erfahren war, dass es mindestens bei den Biogasanlagen zu Problemen kam.

Zinswende führte zu Abwertungen von Kapitalanlagen

Der Vorstand der Sterbekasse habe der Bafin am 22. Juni 2026 einen Abwicklungsplan vorgelegt. Ziel sei es, den bestehenden Versicherungsbestand geordnet, wertschonend und im Interesse der Mitglieder weiterzuführen. Die Genehmigung sei für das laufende dritte Quartal 2026 vorgesehen.

Noch vor kurzem hat der BVaG im Vorstand einen Generationenwechsel vollzogen. Ausgeschieden sind die langjährigen Vorstände Helmut Vogel und Rolf Stange. Neu hinzugekommen sind Dennis Zboinski und Jan Kratel. Seit dem vergangenen Jahr führt Helmut Vogels Sohn Tim als Vorstandsvorsitzender den Sterbegeldversicherer. Ebenfalls im Vorstand ist Christian Hopp als stellvertretender Vorsitzender. Mit der Neuaufstellung wollte der BVaG „bewährte Stabilität mit strategischer Weiterentwicklung“ verbinden. *pe*

Software AG Stiftung baut Renewables-Portfolio aus

Das EEG ist für einige Investoren immer noch ein interessanter Investment-Case. Ein Beispiel ist die Software AG Stiftung, SAGST, die jüngst ihr Windpark-Portfolio um fünf Enercon-Anlagen beziehungsweise um 21 Megawatt vergrößerte. Konkret handelt es sich um den Windpark Teschendorf im niedersächsischen Gifhorn, der von der KGAL im Rahmen eines Individualmandats vom Projektentwickler Energiequelle erworben wurde.

Wie die KGAL berichtet, wurden die Anlagen im Herbst 2025 in Betrieb genommen; der Netzanschluss ist bereits erfolgt. Über das Erneuerbare Energien Gesetz (EEG) hat sich der Windpark eine 20 jährige Einspeisevergütung auf Basis des EEG 2023 gesichert. „Der Windpark Teschendorf entspricht exakt der langfristigen Buy-and-Hold-Philosophie der Software AG – Stiftung. Er stellt eine gute Ergänzung für das bisherige Portfolio dar und bietet dank EEG-Tarif eine stabile Absicherung der Strompreise über einen sehr langen Zeitraum“, erklärt Markus Ziener, Vorstand für Vermögen und Finanzen bei der SAGST.

Konrad Lindner, Portfoliomanager der KGAL, ergänzt: „Deutsche Windparks mit EEG-Tarifen aus 2023/2024 gehören im aktuellen Marktumfeld zu den attraktivsten Core-Investments in Europa, was das Rendite-Risiko-Profil angeht. In Teschendorf liegt der EEG-Zuschlag mit über 70 Euro die Megawattstunde deutlich über den letzten EEG-Ausschreibungswerten von circa 55 Euro die Megawattstunde.“ Im Rahmen ihres Mandats hat die KGAL im vergangenen Jahre einen Solarpark in Spanien erworben. Teil des Infrastrukturmandats sind auch Windparks in Rheinland-Pfalz.

Regulatorik mit Reformbedarf

Andere Marktteilnehmer sehen in der derzeitigen Regulatorik und in der EEG-Novelle ein Hemmnis für den weiteren Ausbau der Windenergie. So erklärt Bärbel Heidebroek, Präsidentin des Bundesverband Windenergie, dass es intelligente Netze, mehr Speicherkapazitäten und marktwirtschaftliche Instrumente brauche. „Die vorliegenden Entwürfe bleiben diese Reformen schuldig“. *pe*

Termine

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/

22. Oktober 2026 in Frankfurt am Main

PVM KONFERENZ

E-Mail: events@portfolio-verlag.com

portfolio-vm.com/konferenz/

29. Oktober 2026 in Hamburg

INFRASTRUKTUR-INVESTMENTFORUM

E-Mail: kontakt@infrastruktur-investmentforum.de

infrastruktur-investmentforum.de

03. November 2026 in Berlin

INITIATIVE DEUTSCHE INFRASTRUKTUR

Tel.: +49 (0)69 1753 7267 10

deutsche-infrastruktur.org

19. November 2026 in Frankfurt am Main

BAI REAL ASSETS SYMPOSIUM

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

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

19. November 2026 in Frankfurt am Main

HQ TRUST INVESTORS FORUM

Tel.: +49 (0)69-7595 3142

tickets.dfv-eurofinance.com/EFW26/

24. November 2026 in Düsseldorf

PRIVATE MARKETS FORUM

E-Mail: events@portfolio-verlag.com

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

11. März 2027 in Berlin

PORTFOLIO INSTITUTIONELL AWARDS UND JAHRESKONFERENZ

Tel.: +49 (0)69 5899 6798

awards.portfolio-institutionell.de

Bernhard Gilgenberg hat die PKDW verlassen



Bernhard Gilgenberg hat die Pensionskasse für die Deutsche Wirtschaft (PKDW) Ende Juni verlassen und nimmt eine Auszeit. Er war bis dahin Sprecher des zweiköpfigen Vorstands, dem auch Tanja Hahlen angehört. In Gilgenbergs Aufgabenspektrum fielen unter anderen Investments, Immobilien

sowie das Asset Liability Management. Vorstandssprecherin ist nun Karin Germann. Sie war bis 2024 Vorstandsmitglied der Pensionskasse vom Deutschen Roten Kreuz. Germann wurde nach Angaben der PKDW zur Interimsvorständin bestellt. *tbü*

Thomas Bayerl nicht mehr bei der Meag

Thomas Bayerl, bislang Geschäftsführer der Meag Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft (Meag KAG) und verantwortlich für die globalen Investments in illiquide Vermögenswerte, ist bei dem Vermögensmanager der Munich Re am 31. Juli von Bord gegangen. Laut einer Mitteilung trennten sich beide Parteien im besten gegenseitigen Einvernehmen. Bayerl wolle sich einer neuen beruflichen Herausforderung widmen, heißt es. Der studierte Mathematiker kam 2009 zur Meag und verantwortete zunächst Investitionen in Asset Backed Securities. Ab 2014 leitete er den damals neu gegründeten Bereich Infrastructure Debt. *tbü*

Wüest Partner holt Infrastruktur-Profi

Christian Topp arbeitet seit Juli für Wüest Partner und übernahm bei dem Immobilienexperten die Leitung im Infrastructure-Advisory-Geschäft. Topp verfügt über mehr als 25 Jahre Erfahrung in Infrastruktur- und Energieinvestitionen. Zuletzt war er bei Swiss Life Asset Managers tätig. Zuvor verantwortete er bei Allianz Capital Partners das Infrastruktur-Equity-Geschäft. *tbü*

Stiftung Niedersachsen holt Schatzmeisterin

Kerstin Berghoff-Ising ist neue Schatzmeisterin der Stiftung Niedersachsen. Als Schatzmeisterin übernimmt Berghoff-Ising die Verantwortung für das Vermögensmanagement der Stiftung und den Erhalt des Stiftungskapitals. Im Hauptberuf gehört sie dem Vorstand der Sparkasse Hannover an. In der Stiftung folgt sie auf Jörg Waskönig, der sich aus deren Gremien zurückzieht. *tbü*

Bfinance statt Berenberg

Der Berater Bfinance gibt mit Armin Dolzer einen weiteren Neuzugang bekannt und hat diesen zum Director, Client Consulting, DACH, ernannt. Zuletzt arbeitete Dolzer, wie sein neuer und alter Kollege Matthias Grimm, bei Berenberg. Zuvor war Dolzer für Macquarie und die Meag tätig. *pe*

Heaven or Hell

Private Markets sind chanceträchtig, weisen derzeit aber auch viel Fragezeichen auf. Dies trifft auch auf Private Credits und Infrastruktur zu, die bisherigen Private-Markets-Lieblinge. Welche Segmente welche Aussichten – auch bezüglich Liquidität – versprechen, erfahren Sie von Experten auf dem Private Markets Forum am 24. November in Düsseldorf. Schlauen auch Sie sich auf!

Haben die Musiker der Band Eagles nicht nur LPs produziert, sondern waren auch selbst welche? Wenn ja, muss die Musikgeschichte in großen Teilen neu geschrieben werden und die Aufnahme ihres Welthits „Hotel California“ weniger als Abgesang auf den American Dream als als visionäre Traumata-Therapie eingeordnet werden. Denn was, wenn nicht die Illiquidität von Private Equity, sollte

die Musiker sonst zu den Zeilen „You can check out any time you like, but you can never leave“ animiert haben?

PRIVATE MARKETS FORUM

Die gestiegene Illiquidität war aber auch eine große Inspiration für die Künstler der Gegenwart: (GP-led-)Secondaries, Continuation Funds und Evergreen-Vehikel zählen zu den großen Innovationen der Beteiligungsbranche und sind weit mehr als ein One-Hit-Wonder. Cover-Versionen sind bereits auch von Private-Credit-Größen erhältlich.

Erfreuen können sich – so das Versprechen – an diesen Kreationen aber auch Limited Partners. Schließlich gestaltet sich deren Cash-Management weniger komplex. Jeder Zweifel erhaben sind die Reserampen oder Gebrauchtfonds aber natürlich nicht. Ein Grund für Vorbehalte ist, dass Investoren an Private Equity doch gerade die im Vergleich zu Aktien selteneren Bewertungen und dass sich daraus ableitende Diversifikationspotential schätzen. Ein weiterer Grund ist, dass sich mit zunehmender Liquidität das Argument der Illiquiditätsprämie der Private Markets abschwächt. Wobei diese Prämie durch jedes weitere Jahr der Outperformance des MSCI-World-Index – vor allem nach Kosten – auch so schon in Frage gestellt wird. Wenig hilfreich für die Private Markets ist, dass Ende Juli dieses Jahres dieser Aktienindex bereits wieder satte 13 Prozent

im Plus steht. Zudem zeugen nicht zuletzt einige Beispiele aus dem Wealth-Bereich, dass diese Liquiditätshilfen im Ernstfall – völlig überraschend? – nicht liquide sind.

Herauslesen sollte man aber aus diesen Zeilen – nicht die der Eagles, sondern die von portfolio institutionell – dass Private Markets trotz allem nach wie vor auf Limited Partners eine hohe Attraktivität ausüben. Denn die Innovationskraft der Anbieter zielt nicht nur auf Komplexitätsreduktions, sondern grundsätzlich auf Performance-Produktion ab – und hier zeigt der Markt auch bereits wieder mehr als ein Lebenszeichen. Wie die Experten von Pitchbook in ihrem Halbjahres-Snapshot zu Germany berichten, kletterte der Wert der Private Equity Exits in Deutschland im zweiten Quartal dank dem TK-Elevator-Deal auf 38 Milliarden Euro – und damit auf den mit Abstand höchsten Wert der vergangenen fünf Jahre. Andererseits lief die Kapitalbeschaffung weiter so schleppend, dass sich bereits jetzt ein niedrigerer Wert als im Vorjahr abzeichnet. Pitchbook notiert, dass das eingeworbene Kapital als auch die Fondsschließungen bei deutschen Private-Equity-Fonds seit 2023 jedes Jahr zurückgegangen sind.



Commitment der VBL

Das klingt für die Branche nicht gerade vielversprechend. Breit vorhandener Pessimismus ist aber andererseits eine gute Grundlage für gute Vintage-Jahre. Für die Visionäre der Eagles ergibt sich damit ein ambivalentes Stimmungsbild: „This could be heaven or this could be hell.“ Etwas konkretere Aussichten für die Private Markets werden wir aber auf dem Private Markets Forum ermitteln. Sie erwartet wieder engagierte Debatten zu den einzelnen Anlage-segmenten wie den Mid Markets und insbesondere zu Secondaries, Private Credits, Infrastruktur und GP-Selections. Commitments liegen bislang bereits von Palladio Partners, Allianz Global Investors, Ardian, Generali Investments, Bright Capital, Berenberg und der VBL vor. Wir freuen uns, auch Sie am 24. November in Düsseldorf begrüßen zu dürfen.

portfolio institutionell

Private Markets Forum 2026 – Programm

- Eröffnungspanel: SAA – Am Puls der Private Markets
- Secondaries – Discounts statt Prämien
- Private Credits: Reichlich Returns und beachtlicher Bedarf – aber Software schwächelt
- Infrastruktur vor Neuausrichtung
- GP Selection – Plattform oder Boutique



Beste Investor Aktien

portfolio institutionell Awards 2026



Aufruf zur Kür der Kandidaten

portfolio institutionell Awards und Jahreskonferenz – Berlin, 11. März 2027
awards.portfolio-institutionell.de



Hyperscaler im Investmentmanagement

Von Tobias Bürger

Der Begriff „Hyperscaler“ hält Einzug in die Welt der institutionellen Kapitalanlagen. Vorbei sind die Zeiten, in denen er sich nur auf Betreiber riesiger Rechenzentren bezog; heute werden auch Großinvestoren und Vermögensverwalter so bezeichnet. Erfahren Sie hier, was einen Asset Owner zu einem Hyperscaler macht.

Die Gesellschaft für deutsche Sprache hat im vergangenen Jahr die „KI-Ära“ zum „Wort des Jahres“ gewählt. Künstliche Intelligenz (KI) sei „aus dem Elfenbeinturm der wissenschaftlichen Forschung herausgetreten“ und habe „die Mitte der Gesellschaft erreicht“, begründeten die Sprachexperten ihre Wahl. Inhaltlich eng verbunden mit der „KI-Ära“ sind die Hyperscaler, also besonders große Anbieter von Cloud-Diensten, die eine enorme Rechen-, Speicher- und Netzwerkressourcen-Infrastruktur betreiben. Beispiele sind Amazon Web Services, Microsoft Azure und Google Cloud. Sie zeichnen sich aus durch herausragende Leistungsfähigkeit, Flexibilität, Effizienz und Skalierbarkeit. Sie setzen modernste Technologien ein und gelten als besonders innovativ.

Hyperscaler finden sich nicht nur im IT-Sektor

Inzwischen findet der Begriff „Hyperscaler“ auch in der Beurteilung der professionellen Kapitalanlage Verwendung, wie eine Analyse des Thinking Ahead Institute (TAI) zeigt. Roger Urwin, einer der Gründer des TAI und erfahrener Investment Consultant, nutzt ihn in einem Beitrag über den „Aufstieg der Hyperscaler in der Investmentbranche“ (im Original: The Rise of the Investment Industry Hyperscaler). Darin betrachtet Urwin einerseits die Entwicklung der mächtigsten Asset Owner, wie zum Beispiel des

Government Pension Fund Global aus Norwegen. Als größter Staatsfonds mit Kapitalanlagen von rund 1,72 Billionen Euro ist er das Flaggschiff der institutionellen Investmentszene. Andererseits nimmt Urwin auch die Anbieterseite in den Blick.

„Die Technologie hat uns den Begriff ‚Hyperscaler‘ beschert – die Investmentwelt erlebt nun das entsprechende Phänomen“, argumentiert Urwin. Und die Bedeutungsübertragung des Begriffs von der IT- auf die Investmentlandschaft begründet er so: „Die größten und leistungsfähigsten Vermögensinhaber und Vermögensverwalter sind nicht mehr bloß ‚groß‘; sie entwickeln sich zu systemprägenden Institutionen.“

Hyperscaler gestalten Märkte, Mandate und Systemergebnisse

Der Begriff „Hyperscale“ tauchte laut dem KI-Spezialisten Ocient erstmals in den späten 1990er Jahren auf und läutete einen Paradigmenwechsel in der Welt der Datenverarbeitung ein. Er wurde vor allem verwendet, um die beeindruckende Größe und Leistungsfähigkeit von Rechenzentren zu beschreiben. Dabei handelte es sich nicht um gewöhnliche Serverfarmen, sondern um riesige Anlagen, die darauf ausgelegt waren, enorme Datenmengen zu bewältigen.

Im Kern betonte „Hyperscale“ die Fähigkeit dieser Rechenzentren zur horizontalen Skalierung: Durch das Hinzufügen weiterer Server zu einem Netzwerk konnten die Last verteilt und die Leistung gesteigert werden. Dies stellte eine Abkehr vom traditionellen Ansatz der vertikalen Skalierung dar, bei dem einzelne Server durch mehr Rechenleistung, Arbeitsspeicher und Speicherkapazität aufgerüstet wurden. Als Hyperscaler im Technologiesektor

gelten heute Plattformen, die Kapital, Infrastruktur, Vertrieb und operative Kompetenz in einem Ausmaß bündeln, das das sie umgebende System neu gestaltet. Und hier schlägt Roger Urwin die Brücke zur Kapitalanlage: Eigenschaften ihrer Hyperscaler sind Kapitalakkumulation, Plattformeffekte sowie die Hebelwirkung von Daten und Technologie. Doch das entscheidende Merkmal ist für den langjährigen Branchenkenner ihre Fähigkeit, Märkte, Mandate und Systemergebnisse zu gestalten. Hyperscaling bedeutet also nicht einfach nur, groß zu sein, sagt Urwin. „Es ist die Umwandlung von Größe in Optionalität, Urteilsvermögen, Beziehungen, Umsetzungsstärke und Einfluss auf künftige Ergebnisse.“

Im Investitionsbereich manifestiert sich dies in zwei miteinander verknüpfte, aber unterschiedliche institutionelle Formen: dem „Asset-Owner-Hyperscaler“ und dem „Asset-Manager-Hyperscaler“. Beide ergänzen einander, schreibt Urwin, doch ihre Antriebskräfte seien verschieden. „Asset Owner skalieren Kapitalentscheidungen. Asset Manager skalieren den Kapitaleinsatz.“

Hyperscaler unter den Asset Ownern

Ein Asset Owner, also ein institutioneller Endanleger wie eine Pensionskasse oder ein Staatsfonds, gilt als Hyperscaler, wenn er Entscheidungsqualität, Kapitalallokation, Zugang und systemischen Einfluss über sein gesamtes Portfolio hinweg skalieren kann, ohne dabei die Kohärenz zu verlieren. Ein solcher Großanleger verfügt nach Auffassung Urwins über zwei Komponenten: eine Entscheidungsinstanz für das Gesamtportfolio sowie eine Instanz für In- und Outsourcing-Beziehungen und Mandate.

Doch was heißt das konkret? Erstere bewertet Investitionsideen und weist ihnen Mittel zu – basierend auf den besten Ansätzen über verschiedene Anlageklassen, Themen und Megatrends hinweg –, wobei menschliches Urteilsvermögen, Analytik, KI und Governance als integriertes System zusammenwirken. Zunehmend würden Endanleger hier den Total Portfolio Approach (TPA) als ihre wichtigste Quelle für Entscheidungsvorteile nutzen, berichtet der Fachmann.

Beim TPA trifft das Investmentteam unter der Leitung eines Chief Investment Officer dynamische, tagesaktuelle Allokationsentscheidungen, während der Anlageausschuss seine Rolle auf die Festlegung übergeordneter Ziele und die Überwachung des Gesamtportfoliorisikos und der Ergebnisse verlagert. Ein Verfechter dieses innovativen Portfoliokonzepts ist das California Public Employees' Retirement System, Calpers. Sein Investment Office verwaltet Vermögenswerte in Höhe von rund 596 Milliarden Dollar (Stand: 2. Dezember 2025). Die für Hyperscaler erforderliche Größe und Expertise ist hier auf jeden Fall gegeben.

Die zweite Komponente, die Roger Urwin ins Spiel bringt, besagt, dass Hyperscaler interne Kompetenzen, externe Partnerschaften,

den Zugang zu Co-Investments sowie Einfluss auf Beziehungen und Mandatsgestaltung bei konventionellen und Hyperscale-Asset-Managern kombinieren. Nach Einschätzung des Beraters betrachten institutionelle Endanleger die Entscheidung zwischen Insourcing und Outsourcing „nicht als ideologische Frage, sondern als eine Frage der Ausgewogenheit und des Wettbewerbsvorteils“, weiß Urwin zu berichten.

Am Beispiel von Norges Bank Investment Management, dem Manager des norwegischen Government Pension Fund Global, macht der Experte deutlich, welche Möglichkeiten diese elitären Anleger haben. Erstens, sagt er, komme das schiere Anlagevolumen des Fonds. Dieses schaffe Zugang zu weitreichenden Plattform-Chancen. Von Vorteil sei auch die Eigentümerstellung bei den mehr als 16.000 börsennotierten und nicht börsennotierten Beteiligungen: Der Government Pension Fund Global hält Beteiligungen an rund 7.200 Unternehmen in den meisten Ländern und Branchen. Damit ist er der weltweit größte Einzelinvestor.

Vor diesem Hintergrund gibt Urwin zweitens zu bedenken, dass „Größe in privilegierten Zugang, Einfluss als Eigentümer und eine Stimme im System umgewandelt“ werde. Dabei geht es aber längst nicht nur um die Aktien und Anleihen im Portfolio der Norweger, sondern auch um ihre mächtige Rolle in der Zusammenarbeit mit Börsen, Regulierungsbehörden und Standardsetzern.

Hyperscaler auf der Anbieterseite

Der Asset-Manager-Hyperscaler funktioniert anders. Er erzielt Hyperskalierung, indem er die Kapitalbildung und -allokation im Rahmen seiner Kundenbeziehungen industrialisiert. Dass der Anteil der fünf größten Vermögensverwalter in der „Thinking Ahead 500“-Liste des Fachmagazins Pensions & Investments in den vergangenen fünf Jahren von 21 auf 26 Prozent gestiegen ist, führt Urwin auf das Hyperscaling-Phänomen zurück.

Künstliche Intelligenz verschärft den Wettbewerb. Sie vergrößert den Vorsprung jener Institutionen, die in der Lage sind, Daten, Urteilsvermögen, Systeme und Governance zu einem schnelleren und nachhaltigeren Lernzyklus verknüpfen zu können. Urwin: „In einer Welt der Hyperskalierung speist sich die Leistungsfähigkeit aus einem stärkeren ‚organisationalen Alpha‘: der Fähigkeit, über ein dreidimensionales Portfolio aus Risiko, Rendite und realer Wirkung hinweg in großem Maßstab zu lernen, zu entscheiden und zu handeln – gestützt auf die kombinierte Kraft menschlicher Intelligenz und KI als zentraler Säule.“

Festzuhalten bleibt, Hyperscaler sind die treibende Kraft hinter der digitalen Welt und der Investmentszene. Nun kann jeder in sich gehen und prüfen, ob seine Organisation über entsprechende Attribute verfügt: herausragende Leistungsfähigkeit, Flexibilität, Effizienz, Schnelligkeit und Skalierbarkeit, um nur einige zu nennen.

Böswillige Verhaltensanomalien an den Kapitalmärkten



Bild: privat

Gastbeitrag von Prof. Dr. Friedrich Thießen. Thießen lehrt an der TU Chemnitz Wirtschaftswissenschaften. Kapitalmärkte müssen sich auf ein neues Phänomen einstellen: Böswilligkeit. Die wichtigen Kapitalmarktkonzepte haben das Phänomen bisher nicht angepackt. Das ändert sich aber gerade. Böswilligkeit gerät in das

Blickfeld – getriggert durch das auffällige Verhalten des US-amerikanischen Präsidenten.

Warum wurde das Phänomen Böswilligkeit bisher wenig behandelt? Wahrscheinlich galt es als erledigt. Adam Smith hat 1759 in seinem Buch „Theorie der moralischen Empfindungen“ überzeugend erklärt, dass Böswilligkeit eine ineffiziente Verhaltensweise ist. Wer nicht prosozial handelt, schädigt die Gesellschaft und über kurz oder lang sich selbst. Als Resultat setze sich aus ganz rationalen Erwägungen jedes Einzelnen im Lauf der Zeit eine Moral durch, die auf sozial orientiertes Handeln abzielt, so Adam Smith. Das Christentum, insbesondere in der protestantischen Form, ist ein herausragendes Beispiel.

Finanzwirtschaftlich zählt Böswilligkeit zu den Verhaltensanomalien, gehört also zur Behavioral Finance. Bisher wurden drei Gruppen behandelt: Psychological Biases, Cognitive Biases und Social Biases. Die erste Gruppe sind die in der Tradition von Kahneman und Tversky stehenden Anomalien. Mit Konstrukten wie Home Bias, Herdentrieb, Gamblers Fallacy und vielem anderen ließen sich Erklärungen für merkwürdige Preisphänomene finden.

Anomalien der zweiten Gruppe beruhen auf naturwissenschaftlich-biologischen Strukturen des menschlichen kognitiven Apparates. Unser Nobelpreisträger Reinhard Selten sowie Gerd Gigerenzer sind die bekanntesten Namen. Vereinfacht gesprochen verbraucht unser Gehirn bei gründlichem Nachdenken zu viele Ressourcen, so dass reduzierte Denkprozesse notwendig sind. Man spricht von Heuristiken. Deren Ergebnisse führen zu Abweichungen vom theoretischen Rationalverhalten.

Die dritte Gruppe behandelt sozial bedingte Verhaltensweisen, also Entscheidungen, deren Ausprägungen einen Gruppenbezug aufweisen. Man hat Abweichungen vom Rationalverhalten in Form eines Gender Bias, Race Bias, In-Group-Bias, Political Bias oder Religious Bias gefunden.

Nun kommt als neues Phänomen die Böswilligkeit hinzu. Derzeit werden vorrangig drei Arten diskutiert. Da sich das Feld erst entwickelt, wird sich der Kreis wahrscheinlich noch erweitern. Die drei Arten sind Psychopathie, Rachsucht und Narzissmus, insbesondere in der Form des malignen Narzissmus.

Bevor wir die drei Arten und ihre Auswirkungen auf die Finanzmärkte behandeln, muss noch ein zentraler Begriff geklärt werden: Was ist eigentlich „böse“? Als böse wird eine Verhaltenseigenschaft bezeichnet, die Menschen dazu verleitet den eigenen Nutzen auf Kosten anderer zu maximieren, wobei zugleich die Überzeugung vorhanden ist, dass dieses Verhalten gerechtfertigt sei. Es gibt also keine sozial orientierte Reflexion des Verhaltens. Vielmehr bleibt das antisoziale Verhalten aufgrund der krankhaften Überzeugungen dauerhaft beibehalten.

Man kann die Neigung zu derartigen Einstellungen sogar messen. Dabei werden Fragen gestellt wie zum Beispiel: „Mein eigenes Vergnügen ist das Einzige, was zählt“ oder „auf andere sollte man nicht so viel Rücksicht nehmen“. Benutzt man eine Likert-Skala, die von „stimme vollkommen zu“ bis „stimme überhaupt nicht zu“ reicht, kann man die Neigung zu bestimmten Verhaltensweisen in Zahlen fassen. Im nächsten Schritt kann man die gemessenen Zahlenwerte mit anderen Variablen korrelieren, wie zum Beispiel Lügen, Straftaten begehen, Kooperationsverweigerung, autoritäres Verhalten, Gewalt etcetera. Auf diese Weise kann man dann Ausmaß und Schäden böswilliger Verhaltensweisen ermitteln.

Maligne (=böartige) Persönlichkeitsstörungen

Psychopathie ist der Name einer Persönlichkeitsstörung, die bei den Betroffenen mit dem weitgehenden oder völligen Fehlen von Empathie, sozialer Verantwortung und Gewissen einhergeht. Psychopathen können charmant auftreten. Oberflächliche Beziehungen können hergestellt werden. Dabei liegt aber keine echte Empathie vor, sondern es wird manipulativ vorgegangen, um egoistische Ziele zu erreichen. Aggressivität kommt vor und wird instrumentell, das heißt zweckorientiert eingesetzt.

Rachsucht gehört wie Psychopathie zu den gesellschaftlich ineffizienten, irrationalen Verhaltensweisen. Jesus Christus lehrt, auf Rache zu verzichten. Aber auch schon 800 Jahre früher, in den fünf Büchern Mose, wird Rache geächtet. Die Ineffizienz von Rache ist lange bekannt. Durch Donald Trumps Hang, sich an Menschen zu rächen, die ihm widersprachen, ist Rachsucht ein weltweites Thema geworden. Rache ist eine ineffiziente Form der Bestrafung. Theorien zur Gerechtigkeit sehen zwei Arten der Bestrafung vor: Abschreckung (vor künftigen Normverstößen) und Vergeltung. Reine Vergeltungsstrafen sind sozial geächtet, weil das Zufügen von Leid ohne erzieherischen Charakter nicht vernünftig ist. Der Wunsch nach Vergeltung kann bei besonders krankhaften Personen bis zum Wunsch nach Vernichtung eines Gegners gehen. Donald Trump drängt Gegner aus den Ämtern, überzieht sie mit teuren Prozessen, schädigt ihren Ruf, so dass sie kaum Chance auf eine gleichwertige Tätigkeit anderswo haben – sie sind vernichtet.

Narzissmus wird als Persönlichkeitsstörung bezeichnet, bei der eine Person sich selbst idealisiert, sich für großartig hält und Bewunderung von anderen sucht. Beim malignen Narzissmus (maligne=böse), der durch Donald Trump Gesprächsthema wurde, wird die egoistische Grundeigenschaft mit weiteren schweren antisozialen Elementen ergänzt. Bei diesen böse-narzisstischen Menschen geht das Gefühl der Großartigkeit und Überlegenheit mit Verachtung anderer einher. Dahinter stehen Neid, der durch traumatische Erfahrungen in Kindheit und Jugend entstanden sein kann, aber auch Ängste, in Wirklichkeit gar nicht so großartig zu sein. Die latenten Ängste, die als Paranoia wirksam werden, führen dazu, dass der maligne Narzisst sich als angegriffene Person sieht

und dem Zwang zurückzuschlagen unterliegt. Zurückgeschlagen wird schon im Vorfeld von Angriffen, weil diese erwartet oder für sicher gehalten werden. Kritisieren darf man maligne Narzissten nicht, weil sie diese Kritik nicht als konstruktiv erleben, sondern als Angriff auf ihre Großartigkeit. Es gibt kaum die Chance auf kooperative Lösungen, weil der maligne Narzisst glaubt, sich immer durchsetzen zu müssen. Während sich andere an Regeln halten sollen, kann der maligne Narzisst alles tun, was seine Großartigkeit und Einzigartigkeit festigt und untermauert. Donald Trump wurde 2025 von einem Journalisten gefragt, ob es für ihn „auf der Weltbühne“ Grenzen gäbe. Er antwortete: „Meine eigene Moral. Mein eigener Verstand. Das ist das Einzige, was mich stoppen kann, und das ist gut so.“ Wer mit malignen Narzissten in Konflikt gerät, muss mit dem Versuch der völligen Zerstörung rechnen, weil maligne Narzissten keine moralischen oder ethischen Grenzen ihrer bestrafenden Funktion oder die eigene Bedeutung sichernden Maßnahmen akzeptieren. Die Sicherung der eigenen Stellung hat oberste Priorität. Lügen, Wahrheiten verdrehen, Menschen gegeneinander ausspielen sind typische Instrumente. Anhänger werden zu willenlosen Personen trainiert, die jedem Wunsch des malignen Narzissten uneingeschränkt nach(zu)kommen (haben). Kleinste Abweichungen werden als Verrat empfunden und sanktioniert.

Maligne Verhaltensanomalien und Finanzmärkte

Wie wirken die drei behandelten böseartigen Verhaltensanomalien auf die Finanzmärkte? Hier sind zwei Richtungen zu unterscheiden: Mikroökonomisch und Makroökonomisch. Zur mikroökonomischen Gruppe gehört die Arbeit in den Unternehmen. Gestörte Personen sind häufig in Führungspositionen zu finden. Entscheidungen werden durch die malignen Persönlichkeitsmerkmale beeinflusst. Misserfolge können Auslöser unvernünftiger Handlungen sein. Fehleranalysen unterbleiben. „Unschuldige“ werden gebrandmarkt und verdrängt. Die eigentlichen Sachziele geraten in den Hintergrund, nur um bei den Positions- und Rankkämpfen nicht zu unterliegen. Gescheiterte M&A-Projekte und unnötige Fusionen werden auf Mitwirkende mit Persönlichkeitsstörungen und Großartigkeitsphantasien zurückgeführt.

Das Machtstreben der Personen und das aggressive forschende Auftreten wird in der Praxis von den Mitmenschen oft als „Führungsqualität“ und „Durchsetzungsstärke“ missdeutet. Dies erschwert es der Umgebung, das Verhalten rechtzeitig als Krankheitsbild zu erkennen und rationale Gegenreaktionen in Gang zu setzen. Mäßige eigene Arbeitsergebnisse versuchen Psychopathen von sich abzulenken. Gruppenentscheidungen oder Kompromisse werden nicht akzeptiert. Selbstbezogene Ziele werden über alles gestellt. Objektive Beurteilungen von Erfolgen und Misserfolgen und rationale Reaktionen darauf sind nicht mehr möglich. Kritisierende Personen werden bekämpft bis zur Vernichtung von deren Persönlichkeit. Dazu werden unter Umständen aggressive Machttechniken angewendet. In der Folge kann es zu schweren Schäden

im Umkreis, das heißt beim Unternehmen, in einem Projekt, in einer Betriebseinheit, zu Frustrationen, Verletzungen, Rückzug Dritter, kommen. Psychopaten können Schwierigkeiten haben, ein System zu optimieren, wenn nicht parallel auch ihr eigener persönlicher Vorteil und der eigene Machtanspruch befriedigt werden. Aber auch Erfolge können desaströse Konsequenzen haben. Ereignisse wie der Zusammenbruch der Kryptobörse FTX mit Schäden von über einer Milliarde Dollar und weitreichendem Vertrauensverlust in die Branche werden auf krankhafte Verhaltensmerkmale der Beteiligten zurückgeführt.

Der andere Aspekt sind die makroökonomischen Auswirkungen. Maligne Persönlichkeitsmerkmale wichtiger Entscheider führen zu einer neuen Kategorie einflussreicher makroökonomischer Faktoren, deren Nichtbeachtung dramatische Konsequenzen haben kann. Das trifft auf Politiker ebenso zu wie auf Führungspersönlichkeiten aus der Wirtschaft. Die erratischen Aktionen Elon Musks, die den Autohersteller Tesla gefährdeten, wurden mit psychischen Verhaltensanomalien in Verbindung gebracht. Die Staatslenker Donald Trump und Wladimir Putin wurden vom Psychiater Otto Kernberg in einer Ferndiagnose Ende 2025 für „narzisstische Persönlichkeiten“ gehalten. Vorher stellte die Diagnose „maligner Narzissmus“ bereits eine größere Gruppe von Psychologen, die zudem bei Donald Trump eine Neigung zu Rachsucht fanden.

Trumps Zollpolitik wirkte wie ein bedeutender makroökonomischer Faktor auf globaler Ebene. Aus Sicht der Theorie der Zölle erweist sie sich zwar als ungeeignet. Aber aus Sicht eines Psychopathen und Narzissten, der nach Möglichkeiten sucht, Siege einzufahren, und sich dazu Schwächere aussucht, und zwar möglichst viele, um die Zahl der Demütigungen anderer zu maximieren, wird die Zollpolitik verständlicher. Auch wer erwartet hatte, Donald Trump würde ursprüngliche Ziele, beispielsweise die USA langfristig aus Kriegen heraus- und Energiepreise niedrig zu halten, wirklich verfolgen, sah sich getäuscht. Tatsächlich überzog er mehrere Regionen mit Kriegen, stellte kurzfristige Erfolge und seine Macht heraus, brüstete sich, Präsident von Venezuela zu sein, hielt das Erringen von Siegen für wichtiger als die preiswerte Energieversorgung und dezimierte die US-Munition bis auf gefährliche Untergrenzen.

Dort, wo Kooperationen notwendig sind, um erfolgreich zu sein, wie zum Beispiel in der Ukraine, zieht sich Donald Trump zurück, und wo er glaubt, allein Erfolg haben zu können, greift er ein, um den Sieg für sich zu reklamieren. Deshalb löste die Weigerung des Iran nachzugeben, groteske Reaktionen aus, die den internationalen Handel nennenswert beeinflussten, bis hin zur Angst, den internationalen Flugverkehr mangels Kerosin einstellen zu müssen. Die Beispiele zeigen: viele Entwicklungen gehen in ganz andere Richtungen als man das bei rationalem Verhalten der Entscheider erwarten würde. Wenn man aber maligne Verhaltensstörungen einbezieht, ergeben sich verständliche Bilder.

Die fehlende soziale Verantwortung und das fehlende Unrechtsbewusstsein lassen auch Verhaltensweisen wie Insiderhandel oder die unangemessene Verknüpfung von beruflichen Handlungen und privaten Geschäften in den Bereich der Möglichkeiten treten. Die „plötzliche Kehrtwende“ begleitet von merkwürdigen Börsenumsätzen ist zu einem Markenzeichen von Donald Trump geworden. Finanzmarktteilnehmer suchen mittlerweile nach Situationen, wo eine Kehrtwende wahrscheinlich ist. Das Wetten darauf wurde zu einer „profitablen Börsenstrategie“.

Aber schon vor der Ära Trump wurde bei einflussreichen Personen nach psychischen Krankheitsbildern gesucht. Bei Markus Braun von Wirecard zum Beispiel wurde narzisstische Großspurigkeit und krankhafter Überoptimismus diagnostiziert. Der Gründer der zusammengebrochenen Kryptobörse FTX, Sam Bankman-Fried, wurden mit antisozialen Verhaltensanomalien in Verbindung gebracht. René Benko wurde Geltungssucht vorgeworfen.

Leider basieren Aussagen über psychische Defekte meist auf Ferndiagnosen, die allgemein als fehleranfällig gelten. Zudem hält man sie für unethisch. Und öffentlich über Ferndiagnosen zu berichten, widerspricht vollkommen dem Berufsethos von Psychologen (Goldwater-Regel). Auf der anderen Seite gilt auch: Aus Sicht der Finanzmärkte, die jedwede Art von Information suchen und verarbeiten (müssen), darf das kein Hinderungsgrund sein, krankheitsbedingte Verhaltensweisen als solche wahrzunehmen und ins eigene Kalkül einzubeziehen genauso wie man die bisher bekannten Verhaltensanomalien einkalkuliert (zum Beispiel Prospekttheorie, Home Bias, Gambles Fallacy und anderes). Wenn einflussreiche Persönlichkeiten psychische Störungen aufweisen, muss man dies an den Kapitalmärkten berücksichtigen. Wer die Möglichkeit maligner Störungen nicht in seine Kalküle einbezieht, wird die Lage falsch einschätzen und selbst Fehlentscheidungen treffen. Zum Beispiel können Diversifikationsstrategien, die sich nur auf historische Kursverläufe und Markowitz-Variablen stützen, ineffizient sein.

Zusammenfassend kann man sagen:

Das auffällige Verhalten von Donald Trump stärkte das Interesse an der Beschäftigung mit böartigen psychischen Verhaltensanomalien. Kaum jemals in der jüngeren Zeit hatten krankhafte Allmachtsphantasien größere Bedeutung für die Finanzmärkte. Ganz neu ist das Thema nicht – auch in der Vergangenheit machte man psychische Defekte für sonst unerklärliche Entscheidungen wichtiger Persönlichkeiten verantwortlich. Für die Zukunft gilt es, die Analysefähigkeit derartiger Phänomene zu verbessern. Methoden für treffsichere Ferndiagnosen müssen entwickelt werden, um möglichst konkrete Ausprägungen von Krankheitsbildern erstellen zu können. Auch in mikroökonomischer Hinsicht muss man Führungskräfte besser durchleuchten, maligne Verhaltensstörungen diagnostizieren, um rechtzeitig gegensteuern zu können.

€ HQ TRUST Investors Forum

Unabhängige Kapitalmarktexpertise
für institutionelle Investoren



29. EURO FINANCE WEEK
16. – 20. NOVEMBER 2026



19. November 2026

Steigenberger Icon Frankfurter Hof

Sie sind institutioneller Investor?

Melden Sie sich jetzt an!

<https://tickets.dfv-eurofinance.com/hqt26/>

Institutioneller Partner

HQ TRUST

Knowledge Partner

**Universal
Investment**

Unter unseren SprecherInnen sind:



Martin Blessing

Persönlicher Beauftragter
des Bundeskanzlers
für Investitionen in
Deutschland, Aufsichtsrats-
vorsitzender, GTAI



Paul Ronzheimer

Journalist, Kriegsreporter,
Buchautor, Fernsehmo-
derator, Podcaster, stv.
Chefredakteur der BILD



Prof. Dr. Alicia von Schenk

Professorin für Economics
of AI and Human Behavior
Julius-Maximilians-
Universität, Würzburg



Jean-Claude Trichet

Ehemaliger Präsident
Europäische Zentralbank



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

Professor für Wirtschafts-
politik und Ordnungs-
ökonomik, Direktor des
Walter Eucken Instituts,
Universität Freiburg,
Ehem. Vorsitzender des
Rats der Wirtschaftsweisen

Partner

aberndeen
Investments

ARDIAN

Aktia
XO
Capital Partners

BLB&G
Bernstein UBS BNP Paribas & Goldman Sachs

CANDRIAM
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

% DPAM
INDOSUEZ

Finreon
KAPITAL AG
St. Galler Kantonbank | Vermögensmanagement Deutschland

**FONDS
HAFEN**

GOLDING

**HanseMerkur
Trust**

Insight
INVESTMENT

Invesco

METZLER

MFS

REICHMUTH & CO

Förderer

Bellevue
Excellence in Specialty
Investments

DJE
KAPITAL AG

Gutmann
PRIVATE BANKERS

LAIGON
Wealth. Next Generation.

LBPAM
EUROPEAN PRIVATE MARKETS

M&G
Investments

UBS

Medienpartner

portfolio
institutionell

dfv Euro Finance
Group

Governance-Test, Part One: Grand Metropolitan und das VZB – warum der Fall mehr ist als ein Investmentverlust

Von Jens Kummer

Der erste Teil ordnet den VZB-Komplex auf der Ebene von Grand Metropolitan Hotels (GMH) ein: Es geht um eine Beteiligung an einer Hotelholding, deren Kapitalbasis, Bewertungslogik und Governance-Struktur zentrale Warnsignale für institutionelle Anleger sichtbar machen. Bei GMH handelt es sich um einen mit der 12.18.-Gruppe vergleichbaren Problemfall: Beide zählen zu den wichtigen VZB-Immobilien- und Hotelbeteiligungen, die erhebliche Governance-Fragen aufwerfen; bei GMH kommt jedoch eine besondere Ebene hinzu – die behauptete Software-Substanz als Kapitalbasis. Eine Entscheidung des Gerichtshofs Amsterdam vom 16. Juli 2026 hat diese Fragen inzwischen in ein förmliches Untersuchungsverfahren überführt und die bisherigen Leitungs- und Aufsichtsorgane vorläufig suspendiert. Redaktioneller Hinweis: Die Darstellung beruht auf den bereitgestellten Unterlagen. Mehrere Punkte sind als Vorwürfe, Hypothesen oder prüfungsbedürftige Hinweise einzuordnen und ersetzen keine rechtliche Tatsachenfeststellung.

Der Ausgangspunkt: Beim Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin, VZB, verdichten sich die Hinweise auf ein institutionelles Kontrollversagen von erheblicher Tragweite. Im Zentrum steht nicht nur die Frage, ob einzelne Investments schlecht liefen. Es geht um etwas Grundsätzlicheres: Wie konnte ein berufsständisches Versorgungswerk mit Milliardenvermögen in Strukturen geraten, bei denen Interessenkonflikte, fragwürdige Bewertungen und schwer nachvollziehbare Transaktionsketten offenbar nicht rechtzeitig gestoppt wurden? Der Fall Grand Metropolitan Hotels ist deshalb kein normaler Private-Market-Schadenfall. Er zeigt, welche Risiken entstehen können, wenn ein

langfristig ausgerichteter institutioneller Anleger illiquide Beteiligungen eingeht, deren wirtschaftliche Substanz nur über Bewertungsmodelle, internationale Gesellschaftsketten und persönliche Netzwerke erklärbar ist.

GMH war für VZB Dienstleister und Beteiligung

Grand Metropolitan Hotels Holding B.V. war für das Versorgungswerk und deren damaliges Führungspersonal nicht lediglich ein externer Dienstleister, sondern zugleich ein Beteiligungsinvestment. Nach den vorliegenden Unterlagen beteiligte sich das Zahnärzte-Versorgungswerk im Jahr 2023 mit 25,1 Prozent an der niederländischen Holding. Damit wurden die Governance-Fragen doppelt relevant: als Frage der Investmentprüfung und als Frage der späteren Vertrags- und Verkaufsbeziehungen im Umfeld Fleesensee. „Fleesensee“ meint hier die Luxus-Ferienhotel-Anlage am Fleesensee in Mecklenburg-Vorpommern, organisiert über die Fleesensee Holding GmbH als 100-prozentige VZB-Tochter. Gerade dort zeigt sich, dass Beteiligungsebene und Asset-Ebene konträr zueinanderstehen können: Was auf Beteiligungsebene als werthaltige Hotel- und Software-Story erscheint, kann auf Asset-Ebene zu Vertrags-, Datenschutz- und Verkaufsrisiken für ein real bestehendes Resort werden.

Der Vergleich mit der 12.18.-Gruppe macht diese Besonderheit sichtbar. Auch 12.18. war nach den Unterlagen eine zentrale VZB-Hotel- und Immobilienbeteiligung, verbunden mit Premium-Resorts wie 7Pines Ibiza, Sardinien und Schloss Roxburghe in Schottland sowie mit problematischen Organ- und Beraterrollen im Umfeld des Versorgungswerks. Gemeinsam ist beiden Fällen

der Eindruck eines engen Geflechts aus Investment, Betreiberinteressen und persönlichen Schnittstellen. Unterschiedlich gelagert ist jedoch die Risikomechanik: Bei 12.18. standen vor allem Immobilien-, Fonds- und Betreiberstrukturen im Vordergrund; bei GMH kommt dagegen zusätzlich die Frage hinzu, ob eine schwer prüfbare Software überhaupt die behauptete Kapitalbasis einer Hotelholding tragen konnte.

Software als Eigenkapital

Der zentrale technische Punkt betrifft die Kapitalausstattung der Grand Metropolitan Hotels Holding B.V. Nach den Unterlagen beruhte ein wesentlicher Teil des ausgewiesenen Kapitals auf einer Sacheinlage der Software „IP Genisys AI“. Diese Software soll als Hotellerie-Plattform beschrieben und mit einem dreistelligen Millionenwert angesetzt worden sein.

Allerdings soll IP Genisys AI zum Zeitpunkt der Bewertung nach den vorliegenden Angaben weder Umsatz erwirtschaftet noch als eigenständiges Unternehmen bestanden haben. Die Software habe sich im Entwicklungsstadium befunden. Gleichwohl soll sie mit einem Pre-Money-Wert von 174,4 Millionen US-Dollar bewertet und in Höhe von 99,999 Millionen Euro in die GMH-Struktur eingebracht worden sein.

Optimistische Bewertung

Gerade für institutionelle Anleger ist dieser Punkt entscheidend. Immaterielle Vermögenswerte können werthaltig sein; sie können aber auch besonders anfällig für Modellannahmen, Bewertungsoptimismus und fehlende technische Nachweise sein. Eine Softwarebewertung ersetzt keine technische Due Diligence. Entscheidend wären gerade in diesem Fall Eigentumsnachweise, Code-Review, Einsatzfähigkeit, Kundenreferenzen, tatsächliche Nutzung und Umsätze gewesen.

Besonders kritisch erscheint nach den Unterlagen die Rolle der Bewertungsinstanzen. Yale Partners war dabei nach der vorliegenden Analyse keine bekannte Universitätseinheit oder etablierte Bewertungsadresse, sondern eine US-Gesellschaft aus Wyoming: Die frühere Open Concept Corp. soll erst nach Erstellung des Bewertungsgutachtens in Yale Partners Inc. umbenannt worden sein; die behaupteten Standorte in New York, Singapur, San Francisco und Wyoming ließen gerade kein klar belegtes operatives Bewertungsbüro erkennen. Yale Partners soll ausdrücklich darauf hingewiesen haben, die zugrunde liegenden Informationen nicht selbst geprüft oder bestätigt zu haben. Valutico wird als Online-Bewertungstool beschrieben, dessen Ergebnis von den eingegebenen Annahmen abhängt. Damit steht die entscheidende Governance-Frage im Raum: Wurde hier ein werthaltiges Asset bewertet – oder eine Bewertungsarchitektur geschaffen, die institutionelle Substanz suggerierte?

Übrigens wäre bei einer wirklichen Due Diligence wohl aufgefallen, dass das Vorgehen der GMH und deren Geschäftsführer Martin Smura nach den Unterlagen einem bewährten Drehbuch folgt: Zunächst wird ein schwer prüfbares oder immaterielles Asset mit hohem Wert versehen; anschließend erzeugen prominente Namen, Auszeichnungen oder institutionelle Anker den Anschein von Substanz; schließlich wird diese Story zur Kapitalaufnahme, zur Durchsetzung von Forderungen oder zur Kontrolle über reale Assets genutzt. Die Parallele zur Causa Palmarium/Lebara, liegt darin, dass dort ebenfalls immaterielle Rechte als erhebliche Eigenkapitalbasis eingesetzt worden sein sollen.

Martin Smuras berufliche Laufbahn umfasst diverse Stationen in der internationalen Luxushotellerie. Ab 2019 fungierte der gelernte Hotelkaufmann für einige Monate als Vorstandsvorsitzender von Kempinski Hotels. Im Jahr 2022 gründete er gemeinsam mit dem Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin die Grand Metropolitan Hotels Holding B.V., aus der eine international tätige Hotelgruppe entstehen sollte.

Jurisdiktionen als Warnsignal

Die Analyse beschreibt eine mehrstufige Struktur über verschiedene Rechtsräume, darunter Wyoming, Ras al-Khaimah, die Niederlande, Luxemburg und die Schweiz. Solche internationalen Strukturen sind nicht per se unzulässig. In Verbindung mit einer hoch bewerteten Software-Sacheinlage, fehlenden operativen Nachweisen, nicht validierten Bewertungsdaten und eingeschränkter Registertransparenz werden sie jedoch selbst zu einem Warnsignal. Für institutionelle Anleger sollte gelten: Je komplexer die juristische Struktur ist, desto einfacher muss die wirtschaftliche Logik sein. Wenn der wirtschaftliche Zweck nur noch durch eine Kette aus Gutachten, Zwischenholdings und Sonderjurisdiktionen erklärbar ist, muss die Prüfung verschärft werden.

VZB als Kapitalgeber und Referenz

Der Aufbau der GMH-Struktur soll zeitlich parallel zu VZB-Investitionen im weiteren Smura-Umfeld gelaufen sein. Genannt werden unter anderem Parklane Properties und später die Beteiligung an GMH. Für die Bewertung des Falls ist das wichtig, weil das Zahnärzte-Versorgungswerk dadurch nicht nur Kapitalgeber war, sondern auch als Reputationsanker wirken konnte.

Ein öffentlich-rechtliches Versorgungswerk als Minderheitsgesellschaft sendet an Banken, Geschäftspartner und andere Investoren ein starkes Signal: Ein solcher Investor dürfte üblicherweise prüfen, bevor er investiert. In der institutionellen Anlegerpraxis ist oft zu beobachten, dass sich kleinere Investoren darauf verlassen, dass ein größerer Anleger ein Investment sorgfältig geprüft hat. Wenn aber gerade diese Prüfung lückenhaft oder von Interessenkonflikten überlagert war, entsteht ein gefährlicher

Zirkelschluss: Die Beteiligung des VZB dient dann als Qualitätsnachweis für eine Struktur, deren Qualität gerade durch die Beteiligung eines institutionellen Investors bewiesen werden soll.

Persönliche Verflechtungen und Organrollen

Besonders schwer wiegen die beschriebenen persönlichen und gesellschaftsrechtlichen Verflechtungen früherer Entscheidungsträger des Zahnärzte-Versorgungswerks. Dr. Ingo Rellermeier wird in den Unterlagen unter anderem mit Beteiligungen im Smura-Umfeld und einer persönlichen Kommanditgesellschaft in Verbindung gebracht, an der eine GMH-Gesellschaft beteiligt gewesen sein soll. Ralf Wohltmann soll im Dezember 2024 zugleich geschäftsführender Direktor des VZB, einzelzeichnungsberechtigter Geschäftsführer der Fleesensee Holding GmbH und Mitglied eines GMH-Aufsichtsgremiums gewesen sein. Auch Christine Holzheu-Faß, ehemalige Mitarbeiterin im Portfoliomanagement des Versorgungswerks, wird als Schnittstelle zwischen VZB, GMH und Fleesensee beschrieben.

Diese Konstellationen sind aus Governance-Sicht nicht erst dann problematisch, wenn strafrechtliche Vorwürfe bewiesen sind. Für ein Versorgungswerk genügt bereits der Anschein, dass private Nähe, Aufsichtsratsmandate oder wirtschaftliche Beteiligungen Investitions- oder Vertragsentscheidungen beeinflussen könnten. Wo Pflichtbeiträge verwaltet werden, muss die Grenze zwischen institutioneller Entscheidung und persönlichem Netzwerk besonders klar sein.

Gerichtliche Intervention und Untersuchung

Die zuvor beschriebenen Governance-Zweifel haben inzwischen unmittelbare gesellschaftsrechtliche Folgen. Auf Antrag des VZB ordnete die Unternehmenskammer des Gerichtshofs Amsterdam mit Beschluss vom 16. Juli 2026 eine Untersuchung der Geschäftsführung und der Abläufe bei Grand Metropolitan Hotels Holding B.V. seit ihrer Gründung am 16. September 2022 an. Das Gericht sah begründete Zweifel an einer ordnungsgemäßen Geschäftsführung und einem ordnungsgemäßen Geschäftsverlauf; zugleich traf es sofortige Maßnahmen, die vorläufig für die Dauer des Verfahrens gelten.

Sämtliche Geschäftsführer der GMH – darunter Martin Smura und sein Sohn – wurden mit sofortiger Wirkung vorläufig suspendiert. Ebenso suspendierte das Gericht alle vier Mitglieder des Aufsichtsrats; dazu zählt der frühere FDP-Vorsitzende, Bundeswirtschaftsminister und Vizkanzler Dr. Philipp Rösler. Mit der niederländischen Rechtsanwältin Ilona van de Klundert bestellte die Kammer eine alleinvertretungsberechtigte Interims-Geschäftsführerin. Außerdem wurden die vom Smura-Family-Office Kingstone Capital gehaltenen GMH-Anteile bis auf eine Aktie einem noch zu bestellenden Verwalter übertragen.

Inhaltlich knüpft der Beschluss unmittelbar an die im Artikel beschriebenen Risiken der Sacheinlagen an. Bei der mit 100 Millionen Euro angesetzten Software Genisys AI blieb nach Auffassung des Gerichts offen, ob sie überhaupt Umsätze erzielt, über welche aktuellen Funktionen sie verfügt, wer sie nutzt und worauf die hohen Wachstumsannahmen beruhen. Trotz fehlender Nachweise für die erwartete Entwicklung bis 2024 war in den Jahresabschlüssen keine Wertminderung vorgenommen worden. Das Gericht bezog seine Zweifel zudem auf weitere Sacheinlagen aus den Jahren 2023 und 2024 im Umfang von zusammen rund 100 Millionen Euro.

Hinzu kamen Mängel bei Finanzbuchhaltung, Rechnungslegung und Informationsversorgung. Die Abschlüsse 2022/23 und 2024 waren dem Beschluss zufolge nicht fristgerecht erstellt und beim Handelsregister hinterlegt worden. Obwohl GMH zuletzt mehr als 200 Millionen Euro gezeichnetes Kapital auswies, berichtete die Gesellschaft nach dem niederländischen Kleinstunternehmensregime; ein Einblick in konsolidierte Zahlen fehlte. Die Kammer beanstandete außerdem, dass dem VZB als Minderheitsgesellschafter angeforderte Unterlagen und verfügbare Jahresabschlüsse nicht hinreichend bereitgestellt worden seien.

Der Beschluss ist keine abschließende Feststellung von Mismanagement oder persönlicher Haftung. Er verändert aber die Einordnung des Falls: Die zuvor vor allem aus Unterlagen abgeleiteten Warnsignale haben nach vorläufiger Prüfung durch ein Gericht ein solches Gewicht, dass eine förmliche Untersuchung, der Austausch der Geschäftsführung, die Suspendierung des gesamten Aufsichtsrats und die Verwaltung der Mehrheitsbeteiligung angeordnet wurden.

Die Lehre aus Teil 1

Der GMH-Teil des VZB-Komplexes zeigt in zugespitzter Form, warum Private-Market-Investments nicht weniger, sondern mehr Kontrolle erfordern als liquide Anlagen. Je schwerer Vermögenswerte prüfbar sind, desto belastbarer müssen Bewertungsprüfung, Interessenkonfliktmanagement und Organaufsicht sein.

Die eigentliche Lehre lautet daher: Eine hohe Kapitalziffer im Handelsregister ist kein Ersatz für wirtschaftliche Substanz. Ein Gutachten ohne Validierung ist keine Due Diligence. Und ein institutioneller Co-Investor darf nicht selbst zum Bestandteil einer Reputationsarchitektur werden, die er eigentlich unabhängig prüfen müsste.

Teil 2 unseres Governance-Test, den Sie auf den Seiten 24 ff. finden, führt diese abstrakten Governance-Fragen an den konkreten Punkt, an dem sie operativ wurden: den Fleesensee-Komplex als 100-prozentige VZB-Tochter, mögliches Verkaufsobjekt und realwirtschaftliches Asset.



MEIN ERBE WILDNIS

**IHRE INITIATIVE, UM ARTEN UND VIelfALT
NACHHALTIG ZU BEWAHREN**



INFORMIEREN
SIE SICH JETZT
zgf.de/testament



**ZOOLOGISCHE
GESELLSCHAFT
FRANKFURT**

Governance-Test, Part Two: Fleesensee – wie zwei Geschäftsführer dem Druck standhielten

Von Jens Kummer

Der Governance-Test lässt sich beim Berliner Zahnärzte-Versorgungswerk an vielen Stellen machen. Fleesensee erzählt ihn jedoch besonders konkret: als Geschichte eines realen Vermögenswerts – und zweier Geschäftsführer, Mario Reincke und Michael Scharf, die einen umstrittenen GMH-Vertrag nicht einfach vollzogen, sondern nachfragten, prüfen ließen und die Unterzeichnung verweigerten. Redaktioneller Hinweis: Die Darstellung beruht auf den bereitgestellten Unterlagen sowie der Stellungnahme der Geschäftsführer Mario Reincke und Michael Scharf. Mehrere Punkte sind als Vorwürfe, Hypothesen oder prüfungsbedürftige Hinweise einzuordnen und ersetzen keine rechtliche Tatsachenfeststellung.

Der Fleesensee-Komplex war für das VZB nicht nur ein Randthema. Nach den Unterlagen ist die Fleesensee Holding GmbH eine 100-prozentige VZB-Tochter mit 15 Gesellschaften, rund 420 Mitarbeitern und etwa 54 Millionen Euro Jahresumsatz. Damit handelte es sich um ein unternehmerisches Direktinvestment mit operativer Verantwortung. Die Größenordnung macht die Bedeutung im Portfolio sichtbar. Laut letztem vorliegenden Geschäftsbericht 2023 lag das Vermögen des VZB bei rund 2,2 Milliarden Euro. Ein angedachter Verkaufspreis von etwa 170 Millionen Euro hätte damit rund 7,7 Prozent des Gesamtvermögens entsprochen. Sollte der wirtschaftliche Wert von Fleesensee eher bei rund 250 Millionen Euro gelegen haben, entspräche dies etwa 11,4 Prozent des VZB-Vermögens.

Das Delta ist der einprägsame Punkt: Zwischen 170 und 250 Millionen Euro liegen rund 80 Millionen Euro. Das sind etwa 3,6 Prozent des gesamten VZB-Vermögens — und zugleich ungefähr das

Eineinhalbfache des Jahresumsatzes des Fleesensee-Komplexes. Für ein Versorgungswerk ist das keine Bewertungsnuance, sondern eine Vermögensdimension. Es geht daher nicht um eine kleine Nebenposition, sondern um eine Größenordnung, die sowohl bilanziell als auch reputationsseitig relevant ist. Ein möglicher Verkauf unter Wert wäre nicht nur ein operatives Problem, sondern ein Governance-relevanter Vermögensvorgang.

Während die Beteiligung an der Grand Metropolitan Holding (GMH) von Hotelfachmann Martin Smura, ex-Vorstandsvorsitzender der Kempinski AG, vor allem Fragen nach Bewertung, Kapitalbasis und Holdingstruktur aufwirft, ist das Direktinvestment Fleesensee der Punkt, an dem diese Fragen operativ wurden. In Mecklenburg-Vorpommern ging es um konkrete Verträge, Managementleistungen, mögliche Vollmachten, Mitarbeiterdaten, Verkaufsprozesse – und um eine operative Geschäftsführung, die prüfen musste, ob sie einen Gesellschafterbeschluss trotz offener Risiken überhaupt vollziehen durfte.

Beteiligungsebene und Asset-Ebene

Bei der Grand Metropolitan Holding steht die Frage im Vordergrund, ob die ausgewiesene Substanz wirtschaftlich belastbar war. Bei Fleesensee wiederum lautet die Frage anders: Wer schützt ein reales Asset, wenn Beteiligungsebene und Asset-Ebene auseinanderlaufen können? Genau deshalb ist Fleesensee der konkretere Fall. Er zeigt, dass Governance nicht nur in Gutachten, Handelsregistern und Gremienprotokollen stattfindet, sondern in einer Entscheidungssituation, in der handelnde Personen Rückgrat beweisen müssen.

Nach den Unterlagen durchlief die GMH-Kooperation mit Fleesensee mehrere Phasen: zunächst Dienstleistungsverträge und behauptete Mehrumsatzpotenziale, dann der Streit über einen weitergehenden Managementvertrag, anschließend der Beschluss vom 4. April 2025 und schließlich die Eskalation über Rechnungen, Provisionsforderungen und gerichtliche Auseinandersetzungen. Diese Chronologie muss nicht vollständig ausgerollt werden; entscheidend ist vielmehr die Einordnung, dass aus einer abstrakten Beteiligungsproblematik ein konkreter Schutzfall für das Fleesensee-Investment wurde.

Eine VZB-Beteiligung verklagt die andere

Am 11. Juni 2026 machte der NDR die juristische Zuspitzung öffentlich: Nach dem Milliardenloch rücke das Fleesensee-Investment in den Fokus; Grand Metropolitan fordere vor dem Landgericht Neubrandenburg rund 300.000 Euro von der Fleesensee Holding für behauptete Managementdienstleistungen. Zugespißt heißt das: Nun verklagt im VZB-Komplex eine VZB-Beteiligung die andere – jedenfalls wirtschaftlich betrachtet.

Auf der einen Seite steht Fleesensee als 100-prozentige Tochtergesellschaft des Zahnärzte-Versorgungswerks. Auf der anderen Seite steht Grand Metropolitan, an deren niederländischer Holding das VZB zum Zeitpunkt des Amsterdamer Beschlusses mit 25,1 Prozent beteiligt war. Der Fall ist damit nicht mehr nur ein interner Prüfvermerk, sondern ein öffentlich sichtbarer Konflikt im Beteiligungsportfolio des Versorgungswerks. Übrigens: 70 Prozent der Grand Metropolitan Holding gehörten der Smura-Familienholding und die restlichen knapp fünf Prozent der Goltstein Capital Beteiligungen GmbH. Hinter dieser Gesellschaft wiederum steht ein gewisser Jörg Lindner von der 12.18.-Gruppe.

Der NDR berichtet außerdem, dass Fleesensee den behaupteten Vertragsschluss bestreitet und dass das Gericht unter anderem Zuständigkeit, Vertragsschluss und tatsächliche Leistungserbringung klären muss. Genau darin liegt die Governance-Pointe: Die Struktur ist nicht nur kompliziert. Sie produziert einen Rechtsstreit, in dem sich die Interessen zweier mit dem VZB verbundener Vermögenspositionen frontal gegenüberstehen.

Neue Lage nach dem Amsterdamer Gerichtsbeschluss

Seit Veröffentlichung des NDR-Berichts im Juni hat sich die gesellschaftsrechtliche Lage bei der Grand Metropolitan Holding grundlegend verändert. Auf Antrag des VZB ordnete die Unternehmenskammer des Gerechtshof Amsterdam mit Beschluss vom 16. Juli 2026 eine Untersuchung der Geschäftsführung und der Abläufe bei Grand Metropolitan Hotels Holding B.V. seit ihrer Gründung an. Das Gericht sah begründete Zweifel an einer ordnungsgemäßen Geschäftsführung und einem ordnungsgemäßen Geschäftsverlauf.

Als sofortige vorläufig für die Dauer des Verfahrens geltende Maßnahmen, suspendierte die Kammer sämtliche Geschäftsführer und alle Mitglieder des Aufsichtsrats. Nach den vorliegenden Angaben betrifft dies auch Martin Smura und seinen Sohn sowie den früheren FDP-Vorsitzenden, Bundeswirtschaftsminister und Vizekanzler Dr. Philipp Rösler. Mit der niederländischen Rechtsanwältin Ilona van de Klundert wurde eine alleinvertretungsberechtigte Interims-Geschäftsführerin bestellt; ohne sie kann die GMH nicht vertreten werden. Die vom Smura-Family-Office Kingstone gehaltenen GMH-Anteile wurden bis auf eine Aktie einem noch zu bestellenden Verwalter übertragen.

Für den Fleesensee-Komplex ist das relevant, weil damit die Kontrolle und Vertretung auf Seiten der Klägerin im Neubrandenburger Verfahren neu geordnet ist. Ob und in welcher Form die Interims-Geschäftsführung die Klage fortführt, bleibt offen. Der Amsterdamer Beschluss (ECLI:NL:GHAMS:2026:1934.) entscheidet weder, ob der behauptete Fleesensee-Managementvertrag zustande kam, noch ob Leistungen erbracht wurden oder wie Fleesensee zu bewerten war. Die Unternehmenskammer stellte zudem ausdrücklich klar, dass sie nicht über die Investitionsentscheidungen oder die interne Organisation des VZB entschied, sondern über die Geschäftsführung und die Abläufe bei der GMH im Verhältnis zum Minderheitsgesellschafter.

Sensibler Beschluss vor dem Machtwechsel

Ein besonders sensibler Vorgang betrifft den Gesellschafterbeschluss vom 4. April 2025. Nach den vorliegenden Unterlagen wurde dieser von Dr. Ingo Rellermeier, dem langjährigen Vorsitzenden des VZB-Verwaltungsausschusses, und Dr. Markus Roggensack, damaliger Beisitzer des Verwaltungsausschusses, unterzeichnet. Der Beschluss sollte die Fleesensee-Geschäftsführung zur Unterzeichnung eines weitergehenden GMH-Vertrags veranlassen. Am darauffolgenden Tag wurde Rellermeier von der Vertreterversammlung abgewählt.

Die Bedeutung dieses Vorgangs liegt weniger in einem einzelnen Formalpunkt als in der Kombination mehrerer Umstände: zeitliche Nähe zum Machtwechsel, externer Vertragspartner GMH, mögliche wirtschaftliche und strukturelle Risiken für Fleesensee sowie die Frage, ob die operative Geschäftsführung zum Vollzug eines möglicherweise interessenkonfliktbehafteten Gesellschafterwillens gedrängt werden sollte.

Geschäftsführung nimmt Organverantwortung wahr

Gerade hier sind die Antworten der Fleesensee-Geschäftsführer Mario Reincke und Michael Scharf auf die Fragen von portfolio institutionell wichtig. Sie stützen die Einordnung, dass die Geschäftsführung nicht lediglich blockierte, sondern ihre Organverantwortung wahrnahm. In ihrer Antwort schreiben die

beiden Geschäftsführer, sie hätten die Umsetzung des Gesellschafterbeschlusses „kritisch hinterfragt“ und sich „gestützt auf dem Ergebnis einer externen rechtlichen Beratung gegen eine unmittelbare Unterzeichnung ausgesprochen“.

Zwei Geschäftsführer beweisen Rückgrat

Der Kern ihrer Begründung ist bemerkenswert klar. Als ausschlaggebende Punkte nennen Mario Reincke und Michael Scharf „offene Fragen zur inhaltlichen Ausgestaltung und Tragweite der vorgesehenen Regelungen“, „die wirtschaftlichen und strukturellen Risiken für die Fleesensee-Gesellschaften“ sowie „die aus unserer Sicht nicht hinreichend geklärte Interessenlage im Verhältnis zu externen Beteiligten“.

Noch deutlicher wird der Schutzgedanke in einem weiteren Satz. Den Geschäftsführern ging es nach eigener Darstellung „ausdrücklich um den Schutz der Fleesensee Holding, ihrer verbundenen Gesellschaften und der dort beschäftigten Mitarbeiter sowie darum, potenziellen Schaden vom Gesellschafter abzuwenden“. Das ist die stärkste Passage der Stellungnahme: Die Geschäftsführung verstand sich nicht als bloßer Vollzugsapparat des Gesellschafters, sondern als Organ, das eigene Prüfungs- und Schutzpflichten gegenüber der Gesellschaft wahrzunehmen hatte.

Auch zur Rolle von Grand Metropolitan Hotels grenzen sich Reincke und Scharf ab. Der weitergehende Managementvertrag sei „weder abgeschlossen noch umgesetzt“ worden und daher „auch nicht zur Grundlage operativer Tätigkeiten geworden“. Zudem sei der Vertrag „insbesondere nicht mit uns ver- beziehungsweise ausgehandelt worden“.

Damit verschiebt sich die Perspektive. Der Vorgang stellt nicht nur ein Streit über einen Vertrag dar. Er ist eine Governance-Szene: Die beiden Geschäftsführer stehen zwischen Gesellschafterbeschluss, externem Vertragspartner und realem operativen Asset. Sie entscheiden sich nicht für den schnellen Vollzug, sondern für Prüfung, rechtliche Beratung und Schutz der Gesellschaft.

Kingstone Capital und der Verkaufsprozess

Ein brisanter Teil des Fleesensee-Komplexes betrifft das mögliche Kaufangebot. Nach den Unterlagen schlossen das GMH und das VZB am 5. Dezember 2024 eine Vermittlervereinbarung. GMH sollte strategische Investoren oder Finanzinvestoren finden, die bis zu 100 Prozent des Fleesensee-Portfolios erwerben könnten. Als Erfolgshonorar waren zwei Prozent des Kaufpreises vorgesehen.

Am 22. April 2025 soll die Kingstone Capital Holding AG ein Non-Binding Offer über 170 Millionen Euro abgegeben haben. Die besondere Brisanz liegt in der beschriebenen Nähe: Zum Zeitpunkt des Angebots wird Kingstone als Gesellschaft unter Führung von Martin Smura dargestellt; zugleich war Smura zentrale Person im Umfeld von GMH. Sollte diese Darstellung zutreffen, hätte der Vermittler einen Käufer präsentiert, der wirtschaftlich eng mit der eigenen Sphäre verbunden war. Aus institutioneller Sicht genügt bereits diese strukturelle Nähe, um eine massive Red Flag auszumachen. Juristisch wäre die Einordnung als Insichgeschäft im Detail zu prüfen. Governance-seitig ist aber entscheidend, dass ein Verkaufsprozess für ein Asset dieser Größenordnung unabhängig, transparent und frei von Related-Party-Konflikten organisiert sein muss.

Der Vorwurf, Fleesensee habe unter Wert an ein Smura nahe stehendes Vehikel veräußert werden sollen, ist anhand der vorliegenden Unterlagen nicht abschließend belegt. Er ist aber plausibel genug, um eine Sonderprüfung zu rechtfertigen. Der Vergleich zwischen einem angedachten Kaufpreis von etwa 170 Millionen Euro und einem möglichen wirtschaftlichen Wert von rund 250 Millionen Euro zeigt die Dimension: Es ginge um eine potenzielle Wertdifferenz von etwa 80 Millionen Euro. Diese 80 Millionen Euro sind mehr als eine abstrakte Differenz in einem Bewertungsmodell. Sie entsprechen rund 3,6 Prozent des VZB-Vermögens laut Geschäftsbericht 2023 und ungefähr dem Ein-einhalbfachen des Fleesensee-Jahresumsatzes. Genau deshalb ist wichtig, dass ein solcher Verkaufsprozess besonders sauber dokumentiert, unabhängig plausibilisiert und frei von Interessenkonflikten ist.

Es stellt sich zudem die Frage, ob der Betrag von 160 bis 170 Millionen Euro durch Elemente wie eine Sanierungsgarantie beeinflusst wurde. Wenn eine solche Garantie in einem Selbst- oder Nähe-verhältnis wirtschaftlich zirkulär wäre, wäre sie für die Kaufpreisbeurteilung nur eingeschränkt belastbar.

Größenordnung des Fleesensee-Komplexes

Größe	Einordnung
Operative Struktur	100-prozentige VZB-Tochter mit 15 Gesellschaften, ca. 420 Mitarbeiter und ca. 54 Millionen Euro Jahresumsatz
VZB-Vermögen	laut letztem vorliegenden Geschäftsbericht 2023 ca. 2,2 Milliarden Euro
Angedachter Verkaufspreis	ca. 170 Millionen Euro; entspricht bei 2,2 Milliarden Euro VZB-Vermögen rund 7,7 Prozent
Möglicher wirtschaftlicher Wert	ca. 250 Millionen Euro; entspricht bei 2,2 Milliarden Euro VZB-Vermögen rund 11,4 Prozent
Mögliche Wertdifferenz / Delta	ca. 80 Millionen Euro; entspricht rund 3,6 Prozent des VZB-Vermögens und etwa dem 1,5-Fachen des Fleesensee-Jahresumsatzes

Quelle: Eigene Recherche und Darstellung © portfolio institutionell

Es steht die Hypothese im Raum, Fleesensee könne im Zusammenhang mit einer größeren Kapitalmarktstory gestanden haben. Genannt wird eine Wandelanleihe über 300 Millionen Euro der Grand Metropolitan Luxury Collection S.à.r.l. Die These lautet, dass ein reales Resort mit Umsatz, Mitarbeitern und Marken dazu hätte dienen können, einer abstrakten Holding- oder Anleihestruktur operative Substanz zu verleihen.

Fleesensee als mögliches Prospekt-Asset

Diese These sollte ausdrücklich als Hypothese behandelt werden. Ob die Anleihe tatsächlich platziert wurde, welche Investoren angesprochen wurden und welche Rolle Fleesensee in Unterlagen spielte, müsste anhand von Prospekten, Termsheets und Investoren-Decks geprüft werden.

Fazit: Fleesensee ist der konkrete Vermögenstest

Der Governance-Test kann beim Zahnärzte-Versorgungswerk an vielen Stellen gemacht werden. Fleesensee ist aber der konkrete Vermögenstest des gesamten VZB/GMH-Falls. Während bei der Software IP Genisys AI, Bewertungsmodellen und Holdingstrukturen die Frage nach wirtschaftlicher Substanz im Vordergrund steht, zeigt Fleesensee, was diese Governance-Risiken für ein reales Asset bedeuten können. Der NDR-Bericht vom 11. Juni 2026 macht diese Zuspitzung öffentlich sichtbar: Im Kern steht nun ein Rechtsstreit, in dem eine mit dem VZB verbundene Beteiligung gegen eine andere mit dem VZB verbundene Vermögensposition vorgeht.

Der Amsterdamer Beschluss vom 16. Juli 2026 ergänzt diese Zuspitzung um eine gerichtlich angeordnete Untersuchung und einen vorläufigen Austausch der GMH-Organen. Er stärkt damit die Relevanz der Governance-Fragen, ohne den Fleesensee-Vertragsstreit, die behauptete Unterbewertung oder den möglichen Verkaufsprozess abschließend zu beurteilen.

Die wichtigste Lehre lautet: Operative Tochtergesellschaften institutioneller Anleger brauchen eine eigene Schutzarchitektur. Geschäftsführungen müssen Verträge und Gesellschafterbeschlüsse kritisch prüfen können, ohne faktisch unter Vollzugsdruck zu geraten. Verkaufsprozesse müssen unabhängig organisiert werden. Und bei Assets, die sieben bis elf Prozent eines Gesamtvermögens ausmachen können, darf kein Zweifel an Bewertung, Interessenkonfliktfreiheit und Dokumentation bestehen.

Dass Mario Reincke und Michael Scharf die Unterzeichnung nicht einfach vollzogen, sondern die Risiken benannten und externe Beratung einbezogen, macht den Fleesensee-Komplex zur Personengeschichte. Governance ist hier kein abstraktes Kontrollwort. Governance heißt vielmehr konkret: im richtigen Moment Nein sagen können.

ges
#

Investieren mit
Impact – und mit
Rendite

Neue Perspektiven einer
nachhaltigen Finanzwirtschaft

portfolio
institutionell

Die Rubrik der Meinungsführer

Kernelement der Zukunftssicherung

Vor wenigen Jahren schien die Richtung klar: Klimawandel und Nachhaltigkeit standen weit oben auf der Agenda von Politik, Wirtschaft und Kapitalmärkten. Heute prägen vor allem künstliche Intelligenz, geopolitische Konflikte und Verteidigungstechnologien die Debatte. Aber bedeutet das, dass Impact Investing keine Relevanz mehr hat? Ganz im Gegenteil.

Das Problem ist: Wirtschaftlicher Erfolg, die Bekämpfung des Klimawandels und gesellschaftliche Stabilität werden oft als getrennte Themen betrachtet, hängen aber eng zusammen. Künstliche Intelligenz funktioniert nicht ohne Energie, Industrie nicht ohne Rohstoffe, Innovation nicht ohne Talente. Werden Grundlagen unserer Existenz – Umwelt und Gesellschaft – instabil, gerät auch wirtschaftlicher Erfolg unter Druck. Langfristige Innovationschancen entstehen damit genau dort, wo Systeme ineinander greifen und gleichzeitig Umweltschutz, die Stabilisierung der Gesellschaft und ökonomische Resilienz im Blick haben.



Impact Investing ist deshalb kein Randthema, sondern ein strategischer Ansatz zur Zukunftssicherung. Hier braucht es aber ein Zusammenspiel von systemischem, langfristigem Denken (Impact), Venture Capital und Unternehmerfamilien. Impact Investing gibt die Richtung vor, die erstrebenswerte Vision. Venture Capital bringt Kapital, Geschwindigkeit und Professionalisierung. Viele klimabezogene Innovationen erleben derzeit Finanzierungslücken, da sie längere Zyklen haben. Und hier kommen Unternehmerfamilien ins Spiel: Sie denken generationenorientiert statt in Fondslaufzeiten und bringen ein tiefes Verständnis für die Realwirtschaft mit. Dabei geht es nicht um Philanthropie, sondern um unternehmerische Antworten auf systemische Probleme. Venture Capital, Impact Investing und Unternehmerfamilien ergänzen sich demnach hervorragend. Bei Aurum Impact, dem Impact-Investing-Vehikel der Unternehmerfamilie Goldbeck, haben wir einen klaren Fokus. Wir investieren ausschließlich in Startups und Fonds, die sich großen ökologischen und gesellschaftlichen Herausforderungen stellen, mit Fokus auf Climate & Energy, Circularity & Materials, Natural Ecosystems und Stable & Equitable Societies. Bei allen Investments fragen wir uns: Adressiert das Produkt relevante ökologische oder gesellschaftliche Probleme? Kann es sinnvoll skalieren? Und: Welches System kreieren wir langfristig, wenn die Lösung skaliert?

Für uns steht fest: Zukunftssicherung entsteht dort, wo man systemische Grundlagen und langfristige Wertschöpfung verbindet.

Für uns steht fest: Zukunftssicherung entsteht dort, wo man systemische Grundlagen und langfristige Wertschöpfung verbindet.

Für uns steht fest: Zukunftssicherung entsteht dort, wo man systemische Grundlagen und langfristige Wertschöpfung verbindet.

Für uns steht fest: Zukunftssicherung entsteht dort, wo man systemische Grundlagen und langfristige Wertschöpfung verbindet.

Für uns steht fest: Zukunftssicherung entsteht dort, wo man systemische Grundlagen und langfristige Wertschöpfung verbindet.

Miki Yokoyama, Managing Director bei Aurum Impact

SFDR 2.0 müssen richtige Anreize setzen

Impact Investing hat den Praxistest bestanden. Die Frage ist nicht mehr, ob sich Wirkung und Rendite verbinden lassen, sondern ob der regulatorische Rahmen groß genug gedacht wird, damit institutionelles Kapital in die Transformation der Realwirtschaft fließen kann. Genau darüber entscheidet die SFDR 2.0, also die Überarbeitung der Offenlegungsverordnung durch die EU-Kommission.

Der German Impact Investing Survey 2025 zeigt: Der Markt funktioniert. Mehr als 70 Prozent der Befragten erwarten marktübliche Renditen oder sogar Outperformance. Gleichzeitig machen – anhand konservativer Definition – Impact Assets in der Erhebung bislang nur 0,85 Prozent der berichteten Assets under Management aus. Es fehlt also nicht primär an Produkten, sondern an der Mobilisierung institutionellen Kapitals.

Genau hier wird SFDR 2.0 zum entscheidenden Hebel. Positiv ist, dass Impact Investing erstmals regulatorisch konturiert wird und



Transition eine eigene Kategorie erhält.

Entscheidend ist nun aber die Ausgestaltung. Transition darf nicht zu einer Green-Best-in-Class-Kategorie werden. Transformation beginnt nicht dort, wo Unternehmen bereits nachhaltig sind, sondern dort, wo emissionsintensive Geschäftsmodelle glaubwürdige Transformationspfade einschlagen und Investitionen reale Dekarbonisierung ermöglichen. Regulierung sollte deshalb stärker anerkennen, wenn Unternehmen einen erheblichen Teil ihrer Kapitausgaben in Umbau und Transformation lenken.

Der eigentliche Unterschied des Impact Investing liegt in Additionality und Real World Impact. Entscheidend ist nicht, wie nachhaltig ein Portfolio auf dem Papier aussieht, sondern ob Kapital Veränderungen ermöglicht, die ohne diese Investition nicht entstanden wären. Gerade darin liegt der Mehrwert für Private Equity, Infrastruktur und andere reale Anlageklassen, in denen Transformation ermöglichend finanziert und nicht nur bewundernd abgebildet wird.

Die nachhaltige Transformation Europas wird nicht allein durch Regulierung gelingen. Sie braucht privates institutionelles Kapital. Die SFDR 2.0 sollte deshalb einen Rahmen schaffen, welcher Kapital gezielt in die Transformation der Realwirtschaft lenkt und Impact Investing als integralen Bestandteil europäischer Transformationsfinanzierung etabliert – nicht als Nische, sondern als investierbaren Baustein institutioneller Portfolios.

Die nachhaltige Transformation Europas wird nicht allein durch Regulierung gelingen. Sie braucht privates institutionelles Kapital. Die SFDR 2.0 sollte deshalb einen Rahmen schaffen, welcher Kapital gezielt in die Transformation der Realwirtschaft lenkt und Impact Investing als integralen Bestandteil europäischer Transformationsfinanzierung etabliert – nicht als Nische, sondern als investierbaren Baustein institutioneller Portfolios.

Dina Rebecca Lorentz, Geschäftsführerin und Gründungsvorstand, Bundesverband Impact Investing

In 5 Schritten zum Impact Investing

Durch Impact Investing bietet sich Investoren die Chance, Kapital aktiv zur Lösung nachhaltiger Herausforderungen einzusetzen – ohne dabei strukturell auf marktgerechte Renditen verzichten zu



müssen. Doch wie gelingt die erfolgreiche Umsetzung in der Praxis? Wer Impact Investing als strategischen Baustein im Portfolio etablieren will, sollte einem strukturierten Prozess folgen. Das NKI empfiehlt die folgenden Schritte als Basis für eine professionelle, wirkungsorientierte Anlagestrategie:

1. Definition des Impact-Ansatzes: Startpunkt ist die klare Definition der zu adressierenden sozialen oder ökologischen Probleme, beispielsweise orientiert an den 17 SDGs. Zudem bedarf es einer strategischen Grundsatzentscheidung: Steht die marktgerechte Rendite im Vordergrund („Finance First“) oder wird für maximale Wirkung eine geringere Rendite akzeptiert („Impact First“)? Für die meisten Anleger ist „Finance First“ der praktikabelste Einstieg.
 2. Integration in die Anlagerichtlinien: Gute Absichten müssen institutionalisiert werden. Die formulierten Impact-Ziele gehören zwingend in die Investment Guidelines. Das schafft Verbindlichkeit, definiert klare Handlungsspielräume für das Portfoliomanagement und schützt Finanzverantwortliche vor Haftungsrisiken.
 3. Auswahl passender Anlageklassen und -produkte: Die Umsetzung variiert je nach Anlageklasse. Die Bandbreite reicht von liquiden Instrumenten (Green/Social Bonds, spezielle Aktienfonds, Mikrofinanz) bis zu illiquiden Anlagen (Immobilien, Renewables, Private Equity und Private Debt). Grundregel: Je spezifischer das Wirkungsziel, desto komplexer die Suche nach passenden Anlagevehikeln.
 4. Wirkungsmessung und Reporting: Eine Anlage wird erst durch mess- und damit nachweisbare Ergebnisse zum Impact Investment. Investoren müssen von ihren Asset Managern ein transparentes, datenbasiertes Reporting einfordern. Dafür gilt es, vorab klare Key Performance Indicators (KPIs) zu definieren.
 5. Systematisches Monitoring: Impact Investing ist ein hochdynamisches Feld. Regulatorische Vorgaben (wie die SFDR), Messmethoden und innovative Produkte entwickeln sich stetig weiter. Anleger müssen diese Rahmenbedingungen kontinuierlich monitoren und interne Prozesse regelmäßig auf den Prüfstand stellen.
- Fazit: Impact Investing ist längst kein Nischenthema mehr. Mit diesem fünfstufigen Prozess können wirkungsorientierte Investoren ihr Portfolio zukunftsicher aufstellen, Risiken diversifizieren und messbaren Mehrwert für Gesellschaft und Umwelt schaffen.

Axel Wilhelm, Geschäftsleitung, NKI – Institut für Nachhaltige Kapitalanlagen

Intention und Macher der ESG-Rubrik

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

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

portfolio
institutionell

Mid Markets im Mittelpunkt

Von Patrick Eisele

Private Equity erlebt eine Rückbesinnung auf ihren Kerngedanken, nämlich die operative Wertschöpfung in Unternehmen. Damit rücken die Mid Markets in den Vordergrund – und die Frage, wie und mit wie viel Risiko man auf diesen investieren kann. Potenziale in der Umsetzung bietet auch das „Structural Alpha“.

EsMit „12 ist die neue 5“ hat der aktuelle Bain Private Equity Report die Realitäten in der Beteiligungswelt in eine Formel gebracht. Diese besagt, dass das jährliche Ebitda-Wachstum der Portfoliounternehmen nun stattliche zwölf und nicht mehr nur fünf Prozent betragen muss, damit ein Fonds ein Brutto-Multiple von 2,5 erreicht. Grund für die höheren Ambitionen sind die Einkaufs- und Fremdkapitalpreise. Konnten die GPs anno 2015 zum EV/Ebitda-Preis von 10x shoppen, so sind es heute 14x. Und Kredite gibt es nicht mehr für sechs, sondern für acht Prozent. Dies hat wiederum zur Folge, dass die Manager den Fremdkapital-Hebel nicht mehr bei 50, sondern nur noch bei 36 Prozent ansetzen.

Die Antwort der Beteiligungsfonds auf die Frage, wie man Portfoliounternehmen zu einem mehr als doppelt so schnellen Wachstum bringen will, lautet „Value Creation“. Dieses Credo verkünden Branchenvertreter zwar schon seit längerem. Solange jedoch gerade die großen Fonds auf rekordhohem Dry Powder sitzt und die Zinsen nicht sinken, führt auch eigentlich kein Weg daran vorbei, sich intensiver mit der Weiterentwicklung der Portfoliounternehmen zu beschäftigen. „Der Wechsel von der finanziellen zur operativen Wertschöpfung ist struktureller Natur und beschleunigt sich“, schreibt PWC in einem aktuellen Marktbericht. In dem Trend Report teilen über zwei Drittel der befragten General Partner

mit, dass sie erwarten, dass Value Creation künftig an Bedeutung zunimmt. Nur zwei Prozent erwarten eine abnehmende Relevanz.

Toolkit-Ära-III

Die Branche debattiert seit dem Zinsanstieg 2022 über „Active Management“. Mit dem Beginn des veränderten Zinsumfelds verortet Yann Robard, Dawson Partners, auf der Superreturn auch den Startzeitpunkt der Ära III der Private Equity Toolkits. „Jetzt, wo Leverage teuer ist, geht es an erster Stelle um Multiple-Verbesserungen. Hierfür ist Private Equity aufgrund der Eigentümerverhältnisse und der langfristigen Sicht gut positioniert.“ In der ersten Ära, die von 2000 bis 2007 währte, ging es (nicht nur) laut ihm dagegen um den effektiven Einsatz von Leverage. Dann folgte Ära II, in der Umsatzwachstum Priorität vor Margenwachstum genoss.

Wo und wie die Branche Werte schaffen will

In Marktdaten zeigen die Wertschaffungsbemühungen aber noch nicht Früchte. Der PWC-Report weist auf den „Cash-flow Gap“ hin. Dieser resultiert daraus, dass die Ausschüttungen nun bereits seit vier Jahren in Folge unter den historischen Durchschnittswerten liegen und LPs in diesem Zeitraum mehr Kapital eingezahlt als zurückerhalten haben. Für etwas Liquidität sorgen die Continuation Vehicles, allerdings ist diese Quelle endlich. Ein Grund dafür ist, dass nur diejenigen LPs Liquidität erhalten, die ihre Beteiligung nicht in das neue Vehikel übertragen. „Ein weiterer Aspekt ist, dass Continuation Vehicles teilweise auch durch Kapital aus nachfolgenden Fonds desselben Managers finanziert werden. Aus Sicht des GPs handelt es sich hierbei um Kapitalrecycling. Man könnte auch

von einem geschlossenen Kapital-Kreislauf sprechen“, urteilt Philippe Roesch, Gründer und Geschäftsführer von Riam Alternative Investments. Äußerungen auf der Superreturn lassen zudem darauf schließen, dass gerade die großen Häuser trotz aller Value-Creation-Beteuerungen weiter eher planen, die Probleme auszusitzen. Oder, dass die Branchengrößen „Value Creation“ mehr im Sales verorten. Als Hoffnungsträger nannte Andrew Laurino von Blue Owl Capital auf der Superreturn „das Wachstum des Wealth-Segments in den Private Markets“. John Redett von Carlyle sieht „den Wealth Space als eine außerordentliche Wachstumsquelle“.

Glaubhafter für die operative Wertschöpfung stehen mit Blick auf die Historie und auf Strukturen Mid- und Small Buyouts. Schließlich haben mittelständische Familienunternehmen grundsätzlich größenbedingt mehr Wachstumspotenziale als ein Large Cap und sind zudem weniger effizient aufgestellt. Erleichtert wird die Value Creation auch durch Bewertungsabschlüsse im Einkauf, mehr Auswahlmöglichkeiten für Investoren und mehr Exit-Optionalitäten abseits eines IPOs. Ende 2025 verortete Schroders Capital, den Median Entry Multiple für Small und Mid Markets 40 bis 50 Prozent unterhalb der Vergleichswerte von Large Cap Buyouts und gelisteten Small Caps. Konkret gibt Schroders für die Einstiegs-Unternehmenswerte pro Ebitda Multiples von etwa acht an. „Dies deutet wiederum auf erheblichen Spielraum für Wertschöpfungen hin“, so Schroders in einer Publikation, in der die Spezialisten den Small und Mid Market auch als Kern von Private Equity bezeichnen. In der Definition von Schroders können Small-Cap-Fonds bis zu 500 Millionen Dollar über Ticket Größen von 25 bis 50 Millionen Dollar investieren und Mid-Cap-Fonds bis zu zwei Milliarden Dollar über Ticket Größen von 50 bis 200 Millionen Dollar. Daraus leiten sich für die Autoren Unternehmenswerte von bis zu einer Milliarde Dollar ab. Eine einheitliche Definition für Small, Mid und Large Market existiert nicht. Als gesichert kann aber gelten, dass in den USA die Dimensionen größer als in Europa ausfallen.

Private Equity als Nachfolgelösung

Bereits mit dem neunten Fonds ist Argos Fund auf den Mid Markets Westeuropas unterwegs. „Oft können Unternehmenswerte durch Verbesserungen in einer bestimmten Unternehmensfunktion wie Sales, Controlling oder auch in der IT gehoben werden“, erläutert Argos-Partner Rainer Derix. Derix beziffert den Discount beim Einstieg zur Börse mit 20 bis 30 Prozent und sieht auch im Vergleich zu Large Caps tendenziell Discounts. Realisieren lassen sich die niedrigeren Einstiegspreise in den kleineren Buyout-Segmenten in der Praxis jedoch nur, wenn die Mittelständler bereit sind, sich für Private Equity zu öffnen. „Wir kommen häufig als Nachfolgelösung ins Unternehmen, wenn es intern keine Lösung gibt oder die Kinder nicht übernehmen wollen und wenn die nächste Wachstumsphase bevorsteht“, so Derix. Eigentümer schätzen in der Regel Möglichkeiten wie Rückkaufoptionen oder Minderheitsanteile sowie passende Wachstumsstrategien. Komme

man bei den Optionalitäten auf einen gemeinsamen Nenner, so dass der Verkäufer sein Unternehmen in guten Händen sieht, sei für ihn auch der Verkaufspreis nicht das entscheidende Kriterium. Nach dem Einstieg des Beteiligungsfonds kann die Expansion dann geographisch oder auf Produktebene erfolgen. Derix: „Beides führt zu mehr Stabilität, geringeren Risiken und am Ende auch zu höheren Exit-Multiples.“ Beahlt werden dann letztere von strategischen Käufern oder anderen Beteiligungsfonds. „Mit Blick auf die IRR, schneiden Large Buyouts im Schnitt weniger gut ab als mittelgroße. Auch darum blicken nun mehr amerikanische Fonds auf die europäischen Mid Markets.“ Insgesamt verwaltet Argos 2,3 Milliarden Euro in zwei Strategien – seit mehr als 35 Jahren existiert die Mid-Market-Strategie, hinzu kam vor knapp vier Jahren ein Artikel-9-Klimafonds, dessen Carry neben der Performance von der CO₂-Reduktion im operativen Betrieb des Unternehmens abhängt. „Unternehmen mit geringeren Emissionen erzielen zunehmend Wettbewerbsvorteile und sind inzwischen nachweislich wirtschaftlich erfolgreicher – was sich auch in höheren Multiples beim Verkauf widerspiegelt“, so Derix.

Den Einstieg bei historisch wenig Private-Equity-affinen Mittelständlern ebnen nicht nur wie beschrieben verschiedene Optionalitäten, sondern auch verschiedene Kompetenzen – McKinsey-Sprech und -Auftreten sind es aber nicht. Beim auf Small und Mid Caps spezialisierten Dachfonds Reia Capital heißt es zur richtigen Vorgehensweise im Mittelstand, dass es auf Seiten der Private-Equity-Fondsmanager fachliche Kenntnisse, Erfahrungen und soziale Kompetenzen braucht. Diese weise jedoch nicht jeder auf. „Man muss die Menschen mitnehmen. Das gilt sowohl für börsennotierte Mittelständler als auch insbesondere für wirklich kleine Familienunternehmen“, erklärt Thomas Weinmann, CEO und Managing Partner bei Reia. Weinmann ist ein erfahrener Branchenexperte, der schon zur Jahrtausendwende auf Seiten von BC Partners bei der Übernahme von Grohe dabei war. Nach seinem Ausstieg bei BC Partners zählte Weinmann zu den Gründern des Dachfondsanbieter Astorius und war dort bis 2022 CEO. Mit Reia bietet er ab einem Zeichnungsvolumen von 200.000 Euro Small-Cap-Dachfonds für Europa und die USA an. Die größten Tickets betragen zehn Millionen Euro und stammen von Family Offices.

Renditespreizungen sprechen für Dachfonds

Das für den Mittelstand nötige breite Expertise-Spektrum ist ein Grund für relativ hohe Performanceunterschiede der Fondsanbieter. Reia präsentiert Daten, laut denen die Netto-IRR im Median von Small-Cap-Beteiligungsfonds von 17 Prozent leicht über dem Niveau von Mid- und Large-Cap-Fonds liegt, die in dieser Kategorie 14 Prozent erzielen. Da mit Blick auf die Risiken (Illiquidität, Fees) aber nur die Top-Fonds als erstrebenswert anzusehen sind, ist das Niveau der oberen Dezilsgrenze aufschlussreicher. Hier liegen Small Buyouts mit 37 Prozent deutlich vor dem Mid- und Large-Segment, das hier nur auf 30 beziehungsweise 23 Prozent kommt.

Die Zahlen zeigen aber auch, dass die besten Small Buyouts einen deutlich höheren Spread als die beiden anderen Kategorien zum Median aufweisen. „Einen Fund-of-Funds zu nutzen, macht für Investoren besonders dann Sinn, wenn zwischen den Quartilen eine große Renditespreizung besteht“, erläutert Weinmann. Sehr relevant ist somit eine gute Due Diligence. „Oft sollen für die schlechten Deals immer diejenigen verantwortlich sein, die nicht mehr im Unternehmen sind. KI hilft uns, die damaligen Verantwortlichkeiten nachzuprüfen“, so Weinmann. Wichtiger Prüfungspunkt wiederum bei den „Aktiven“ ist deren Incentivierung. „Oft sind die eigenen Commitments der Fondsmanager in Relation zu ihrem Vermögensstand nicht ausreichend. Hier hilft uns die KI, um schneller Recherchen zu den finanziellen Hintergründen von Fondsmanagern durchzuführen.“

Interpretieren lässt sich aus deutlich zweistelligen Renditezahlen von Small Buyouts natürlich auch, dass diese Performance mit hohen Risiken einhergeht. An dieser Stelle bringen Dachfonds-Anbieter wenig überraschend unisono ihr Diversifikationsargument ein. Unterschiede unter den Fund-of-Funds-Anbietern lassen sich aber in deren Risikophilosophie erkennen. Beispielsweise sagte auf dem Berliner Branchentreff Ralph Aerni von Hamilton Lane nicht nur, dass Mid Markets der „Flavour of the day“ sind, sondern auch, dass es schlussendlich darauf ankommt, ein Portfolio mit diversifizierten Exposures aufzubauen. Dies inkludiere Large Caps aufgrund ihrer stabilisierenden Wirkung. Der Gedanke einer möglichst breiten Streuung ist bei Aktieninvestoren üblich und gerade im derzeitigen Umfeld das non plus ultra. Andere Manager von Private-Equity-Dachfonds ziehen aus den aktuellen Rahmenbedingungen jedoch einen anderen Schluss. „Geopolitik und die gestiegenen Zinsen lassen bei Neuinvestments höhere Renditen als früher erwarten und diese Marktveränderung sollte sich auch bei den von uns analysierten Zielfonds widerspiegeln“, sagt Thomas Weinmann. Ein Mittel hierfür seien Sektorfonds, weil diese beispielsweise schneller operative Verbesserungsmaßnahmen umsetzen sollten. „Wichtig ist aber aufgrund der Illiquidität und zur Risikoreduzierung eine sinnvolle Sektor-Streuung.“

Renditeorientierung zahlt sich aus

Vergleichbar zu Weinmann ist die Sichtweise von Till Burges. „Ich bin nun seit 22 Jahren in der Branche und war noch nie mit so vielen unterschiedlichen Szenarien wie heute konfrontiert“, so der Managing Director von Harbourvest Partners, der als Beispiel auf die Potentiale von Large Language Modelle verweist, die ganz neue Ansätze und Vorgehensweisen ermöglichen könnten. Grundsätzlich muss ein Private-Markets-Portfolio selbstredend auch für Burges diversifiziert aufgestellt sein. „Aber man sollte nicht der Versuchung erliegen, zu viel Risiko rauszunehmen. Es ist nötig, ambitionierte Renditeziele zu verfolgen. Ein Portfolio muss Upside haben“, so Burges. „Leider ist in Deutschland die Sicherheitsdenke zu ausgeprägt. Hierzulande wird die Upside von Private Equity

systematisch unterschätzt.“ Vergegenwärtigen sollten sich Anleger, dass die Illiquidität und die langen Zeiträume von Private Equity ehrgeizige Renditeziele erfordern – und aber auch ermöglichen. Zu risikoaffin sollten Anleger aber auch nicht sein. Im Unterschied zu Weinmann plädiert Burges für eine Beimischung und nicht für eine 100%ige Allokation in kleine Unternehmen. „Größere Unternehmen bieten mehr Stabilität und sind bereits de-Risked. Wenn in den nächsten Jahren die Zinsen wieder fallen sollten, wären Mid- und Larger Buyouts wieder viel attraktiver als heute.“

Apropos Langfristigkeit: Selbst nach über zwei Dekaden lassen sich noch hohe Wertsteigerungen erzielen. Burges: „In einem unserer Dachfonds von 2006 hatten wir Space X. Diesen Fonds bekommen wir mit dem IPO nochmal komplett zurückbezahlt.“ Was dieses Beispiel auch lehrt: die Sinnhaftigkeit einer breiten Streuung, die regional die USA und auch Asien sowie Venture Capital einschließt. „Der US-Kapitalmarkt ist sehr tief und zieht viele Gründer aus dem Ausland an. Ein solcher Kapitalmarkt fehlt in Europa“, so Burges mit Bedauern, dass sich viele der größten Wachstumstories nicht in Europa realisiert haben. Viele LPs haben mit Blick auf die Entwicklung in den USA jedoch Vertrauen verloren. Skeptischer geworden ist auch Philippe Roesch: „Wir rebalancieren unsere Allokation derzeit leicht von den USA nach Europa. Natürlich sind die USA ein großer und tiefer Markt mit zahlreichen hervorragenden GPs. Gegen die USA sprechen derzeit jedoch das Währungsrisiko sowie die derzeit erhöhte politische und regulatorische Unsicherheit“, so Roesch. Er verweist dabei unter anderem auf Diskussionen über eine mögliche steuerliche Benachteiligung ausländischer Investoren. Gerade bei illiquiden Anlagen sei jedoch langfristige Planungs- und Rechtssicherheit von zentraler Bedeutung.

Zu den bekannten und erfolgreichen Dachfonds zählt hierzulande Golding Capital. Deren CIO Daniel Boege steht ebenfalls für eine risikoaffine Sicht. „Beteiligungsfonds investieren über einen langen Zeitraum. Das Risiko über diesen langen Zeitraum wäre, nicht genug Risiko zu nehmen.“ Konsequenterweise fährt Golding einen auf den Mid Market ausgerichteten Buyout-Multi-Manager-Fonds. Wesentlich für den Risikoappetit sollte jedoch das dem LP zur Verfügung stehende Kapital sein. „Je geringer das verfügbare Kapital, desto breiter sollte man geografisch und über verschiedene Sektoren hinweg diversifizieren“, so die Sichtweise von Philippe Roesch. Gleichwohl müsse das Ziel sein, mit Managern aus dem Top-Quartile zu investieren. Bezüglichkeit ihrer Diversifikationspotenziale sind Dachfonds über alle Zweifel erhaben. Bekannt ist von Dachfonds aber auch, dass diese eine doppelte Gebührenebene haben und allzu breit diversifiziert sein können. „Man kann, ohne Upside zu verlieren, weit diversifizieren. Es braucht aber Zugang zu guten Fonds“, entgegnet Till Burges. Daniel Boege sagt: „Ein Multi-Manager-Fonds diversifiziert über 20 bis 25 Zielfonds. Das ist nicht zu viel, wenn man bedenkt, dass er über sieben bis acht Vintage-Jahre investiert. Zudem ergeben sich aus den Beziehungen zusätzliche Chancen bei Co-Investments und Secondaries.“

Cos, Zweitmarktfonds und auch Independent Sponsors lassen sich zur Optimierung von Dachfonds-Strukturen nutzen. Letzteres ist auch unter Fund-less-Sponsoring bekannt, worunter man Anbieter versteht, die zwar schon ein Asset, aber noch keinen Fonds haben. „Co-Investments helfen bei der Kostenreduzierung, der Steuerung von Capital Calls sowie des Exposures“, so Burges. Zum Independent Sponsoring erläutert Goldings Daniel Boege: „Multi-Manager-Fonds stehen unter hohem Wettbewerbsdruck und müssen sich differenzieren können – beispielsweise über Alpha und Zugang zu guten Partnern in dem wichtigen Mid-Market-Segment. Der Trend bei Dachfonds ist, kleinteiliger zu gehen, und hierfür passt das wachsende Angebot an Independent Sponsors sehr gut.“ An diesen schätzt Boege insbesondere den breiten Zugang zu interessanten Investmentopportunitäten gerade bei attraktiven kleinen Unternehmen, die hohe Interessensgleichheit durch Deal-by-Deal Carry als auch die Möglichkeit, zu günstigeren Fees zu investieren.

Independent Sponsors peppen FoF auf

Für Mid Markets wie auch für Co-Investments begeistert sich übrigens seit 2022 mit Calpers der größte amerikanische Pensionsfonds. Frustriert über die im Vergleich zu anderen Pensionsfonds schlechten Ergebnisse des Private-Equity-Portfolios beschloss man vor vier Jahren einen Turnaround. Dieser beinhaltet eine Ausrichtung auf die Segmente Mid Markets, Growth und Venture sowie auf „Structural Alpha“. Hierunter verstehen die Kalifornier vor allem Co-Investments. Diese senken die Kosten und sorgen für einen schnelleren Performance Impact. 40 Prozent der Commitments erfolgen nun über Cos. Anton Orlich, der bei Calpers Private Equity verantwortet, erläutert: „Ausgehend von unserem jährlichen Deployment Budget in Höhe von 15,5 Milliarden Dollar und einer Co-Investment-Quote von 40 Prozent belaufen sich die Fee-Einsparungen pro Commitment über einen Zeitraum von zehn Jahren auf etwa 2,5 Milliarden Dollar.“ Die Änderungen im Private-Equity-

Programm trugen dazu bei, dass sich Calpers im Vergleich mit anderen Pensionsfonds von Rang 30 auf Rang 1 verbesserte.

Calpers und die VBL

Das Beispiel aus Kalifornien scheint auch im Badischen überzeugt zu haben. Wie auf der Superreturn zu hören war, will in Deutschland die VBL ihre Größenvorteile auf dem Mid Market ausspielen und eine Milliarde Euro investieren. Die VBL selbst bestätigt Ende Juni, dass man „ein großvolumiges Mandat im Bereich der Mid-Markets ausgeschrieben“ hat. Aktuell würden dazu Vertragsverhandlungen stattfinden.

Ein prominenter Investor mit potentem Volumen dürfte die Wahrnehmung des Mid Market ankurbeln wie erfolgreiche Gründungen wie Instagrid in Ludwigsburg oder Neura Robotics in Metzingen. Das Risiko des Mid-Market-Segments ist jedoch nicht zu unterschätzen. Auch Mid- und Small-Market-Strategien sind nicht unabhängig vom Gesamtmarkt. „Kritisch zu betrachtende Entwicklungen wie Continuation Vehicles entstehen in der Regel zunächst in den USA, gelangen häufig über Großbritannien nach Europa und breiten sich vom Large-Buyout-Segment schrittweise auf kleinere Marktsegmente aus. Continuation Vehicles sind inzwischen auch im Mid-Market zunehmend zu beobachten“, warnt Philippe Roesch. Er merkt zu Co-Investments und Independent Sponsoring an, dass diese zwar zusätzliche Effizienzpotenziale und attraktive Renditechancen bieten können. „Dafür benötigt man aber die entsprechenden Kapazitäten und Kompetenzen zur Bewertung einzelner Assets. Die Mitarbeiter eines mittelgroßen Single Family Office betreuen häufig bereits sämtliche Asset-Klassen und übernehmen darüber hinaus nicht selten zahlreiche operative Themen der Familie. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob daneben auch noch einzelne Beteiligungen in der erforderlichen Tiefe analysiert und bewertet werden können.“

Größte Renditespanne bei Small Caps

	Small Caps	Mid Caps	Large Caps
Obere Dezil-Grenze	37%	30%	23%
Obere Quartilsgrenze	26%	21%	19%
Median	17%	14%	14%
Untere Quartilsgrenze	9%	10%	10%
Untere Dezil-Grenze	2%	4%	6%

Buyout und Turnaround Fonds in Europa 2000 – 2018

Quelle: Preqin 2025; McKinsey Private Markets Review 2019; Reia Capital; © portfolio institutionell

Das sind die beliebtesten Benefits in Deutschland

Von Tobias Bürger

Die Betriebsrente steht bei den beliebtesten betrieblichen Benefits auf Platz eins. Das und mehr zeigt eine Umfrage von Allianz Pension Partners. Warum Arbeitgeber schon bei Werkstudenten mit den flexiblen Zusatzleistungen für sich werben und was das mit der eigenen Gesundheit zu tun hat, erfahren Sie hier.

Es gibt viele Gründe, weshalb Arbeitgeber für ihre Mitarbeiter attraktiver werden und das auch bleiben müssen. Dazu zählen ein schrumpfender Arbeitsmarkt sowie die veränderten Erwartungen der jüngeren Generationen an das Arbeitsleben. Um ihre Attraktivität zu steigern und im Rennen um Fachkräfte wettbewerbsfähig zu bleiben, setzen Unternehmen gezielt sogenannte Benefits ein. Die Angebote sind flexibel, und die Mitarbeiter können Leistungen individuell und je nach Bedarf entsprechend ihres Alters und ihrer Lebenssituation auswählen.

Benefits sind Bestandteile der Gesamtvergütung. Sie tragen nach Einschätzung des Strategieberaters Lurze „wesentlich dazu bei, die Wahrnehmung der Arbeitgeberattraktivität zu verstärken und gleichzeitig den unterschiedlichen Bedürfnissen der Generationen gerecht zu werden“. Zu Beginn dieses Jahres hatte die Lurze-Studie „Benefits und Employer Branding“ gezeigt, dass sich das Benefits-Angebot ausweitete. Es reicht inzwischen vom Ladeplatz fürs Elektroauto über ein Netflix-Abo bis hin zur Möglichkeit, im Auslands-Homeoffice zu arbeiten.

Denn viele Arbeitnehmer haben sich an die Annehmlichkeiten der „Heimarbeit“ gewöhnt. Der Wunsch, die Fachkräfte zurück in die Büros zu holen, veranlasst Unternehmen, vermehrt in die Aus-

stattung zu investieren und moderne Arbeitsplätze anzubieten. Der Trend geht außerdem zum Umzug in hochwertige Bürohäuser in zentralen Lagen in einer attraktiven Umgebung mit Restaurants und Cafés und was man sonst noch so zur Erholung nach einem langen Arbeitstag braucht. Die Immobilien sind ausgestattet mit Features wie einem abgeschlossenen Raum für E-Bikes, Duschen für die Radler und schmucken Dachterrassen für die Kaffeepause. Aber das ist ein anderer Trend, der nur am Rande mit Benefits zu tun hat.

Report listet die beliebtesten Benefits auf

Eine aktuelle Umfrage von Allianz Pension Partners unter 1.000 Beschäftigten und mehr als 160 Unternehmen zeigt, dass die Betriebsrente bei den beliebtesten betrieblichen Benefits auf Platz eins steht. Für jeden zweiten Arbeitnehmer und für rund zwei Drittel der Arbeitgeber zähle die Betriebsrente zu den drei wichtigsten Zusatzleistungen eines Unternehmens, heißt es. Nachlesen lässt sich das im Benefits-Report von Allianz Pension Partners.

Auf dem zweiten Platz im Ranking landet für Arbeitgeber wie Arbeitnehmer die flexible Arbeitszeitgestaltung: Gleitzeit oder Vertrauensarbeitszeit, mobiles Arbeiten und die Möglichkeit, die Arbeit in der Firma vor Ort mit Homeoffice zu kombinieren, bleiben laut dem Bericht „hoch attraktiv“. Idealerweise werde dies mit Zeitwertkonten und flexiblen Übergangsmöglichkeiten in den Ruhestand kombiniert, heißt es. Die betriebliche Krankenversicherung beziehungsweise das betriebliche Gesundheitsmanagement gehören ebenfalls zu den drei beliebtesten Benefits. Für jeden vierten Beschäftigten und jedes vierte befragte Unternehmen seien

auch diese Versicherungs- und Vorsorgeangebote Pflichtbestandteile eines schlagkräftigen Benefit-Pakets im Betrieb, so die Einschätzung der Allianz.

Die Betriebsrente bietet laut Heinke Conrads eine ideale Ergänzung der gesetzlichen Rente, weil hier Arbeitgeber und Arbeitnehmer gemeinsam für ein zusätzliches Einkommen sorgen. Conrads verantwortet im Vorstand der Allianz Lebensversicherung das Firmenkundengeschäft. Sie sagt, die Betriebsrente stehe „zu Recht auf Platz 1 der Beliebtheitsskala und ist damit das wichtigste Element, wenn sich Arbeitgeber mit Zusatzleistungen als hoch attraktiv darstellen möchten“. Für Rückenwind sorgt nun auch die Reform der geförderten privaten Altersvorsorge. Auch die anstehenden Reformen im Gesundheitssystem hätten die Aufmerksamkeit für eine zusätzliche Absicherung erhöht, so Conrads.

Die drei großen personalpolitischen Herausforderungen

Den Unternehmen, die mit Benefits bei ihren Angestellten punkten wollen, stehen laut Allianz Pension Partners vor drei großen personalpolitischen Herausforderungen. Auf der einen Seite möchten sie weiterhin Mitarbeiter für sich gewinnen. Auf der anderen Seite wollen sie Krankenstände reduzieren und generell ihre Attraktivität als Arbeitgeber erhöhen.

87 Prozent der befragten Unternehmen spürten weiterhin den Fachkräftemangel – teils punktuell, teils flächendeckend, heißt es. Zwei Drittel (65 Prozent) nennen die Gewinnung neuer Mitarbeiter sogar als die größte personalpolitische Herausforderung. Dabei geht es insbesondere um die Nachbesetzung der Baby-Boomer-Generation, also der Stellen von älteren Arbeitnehmern, die in den Ruhestand gehen. Laut dem Allianz-Bericht werden bis Ende des kommenden Jahrzehnts fast 14 Millionen Menschen das Rentenalter erreichen.

Unterdessen sehen mehr als die Hälfte (52 Prozent) der befragten Unternehmen aktuell eine Reduzierung des Krankenstandes als eine der entscheidenden Herausforderungen. Vier von zehn Befragten möchten generell ihre Attraktivität als Arbeitgeber erhöhen. Dabei gewinnen arbeitgeberfinanzierte Benefits an Bedeutung: 38 Prozent der Unternehmen planen, sich bei diesen Leistungen künftig strategisch besser aufzustellen als heute.

„Set it and forget it“ ist keine Lösung

Unternehmen, die ihr Benefits-Angebot einmal festgelegt haben, tun gut daran, die Leistungen laufend zu hinterfragen. „Set it and forget it“ sei keine Lösung, sondern laut WTW eine Strategie der Vergangenheit. Das Beratungshaus hält es für wichtig, die Wirkung einer Änderung am Benefits-Programm zu messen, Feedback einzuholen und das Employee-Benefits-Programm kontinuierlich anzupassen und zu verbessern. Nur so sei sichergestellt, dass die

Mitarbeiter-Benefits den Anforderungen einer sich ändernden Belegschaft entsprechen, lautet der Rat der Experten. Allerdings stellen entsprechende Benefits-Strategien für Unternehmen ein komplexes Thema dar. Bei der Implementierung gehe es laut WTW darum, viele Faktoren abzuwägen, wie zum Beispiel wettbewerbsfähiges Benefits-Design und die sogenannte Employee Experience. Aber auch die Kostenoptimierung spielt eine wichtige Rolle.

Was Firmen zu bieten haben

Es ist bereits angekommen: Das Angebotsspektrum im Bereich der Benefits ist breit gefächert. Adressiert werden dabei aber nicht nur gestandene Fach- und Führungskräfte, sondern auch Einsteiger wie Werkstudenten. Die Allianz Pension Partners GmbH selbst etwa stellt Werkstudenten im Marketing am Standort München einen modernen Arbeitsplatz mit „Open Office“ bereit, wie eine Stellenausschreibung zeigt. Dass die Arbeitszeiten flexibel sind, versteht sich von selbst. Und auch der Genuss wird an der Isar großgeschrieben. Werkstudenten können mit Studentenrabatt „in einer der besten Kantinen“ speisen und später in gemütlichen Barista-Bars „eine kreative Pause“ einlegen.

Auch bei der Meag am Standort München können sich angehende Werkstudenten auf erste Benefits freuen, die im Laufe der Karriere natürlich umfangreicher werden. Für den Anfang wirbt der Vermögensmanager der Munich Re immerhin mit seiner sehr guten Verkehrsanbindung an die öffentlichen Verkehrsmittel, tollen Events, kostenlosem Mittagessen in seiner Kantine, kostenlosen Heißgetränken und Wasser sowie einer Tiefgarage mit E-Ladeinfrastruktur und „vielmehr“.

Berufserfahrene, die sich für eine Festanstellung bei Pimco Prime Real Estate, dem Immobilienspezialisten unter dem Dach der Allianz, interessieren, werden mit zusätzlichen Benefits angesprochen: Die Klassiker sind in diesem Fall eine betriebliche Altersvorsorge, „Well-Being-Initiativen“, Sportangebote und weitere lokale Benefits. Sie sollen eine positive Work-Life-Balance ermöglichen. Das Arbeitsmodell sieht einen Mix aus Remote Work und Büroarbeit vor – um „Ihre persönliche Arbeitsweise“ zu finden, wie es in der dazugehörigen Stellenausschreibung heißt. Als Benefit wird in diesem Fall auch das Thema „Lernen“ aufgelistet: „Ein breites Spektrum an Lernoptionen hilft Ihnen, in Ihrer Rolle stets auf dem neuesten Stand zu bleiben und auch künftige Anforderungen am Arbeitsplatz zu meistern.“ Ein freundlich gemeinter Hinweis, den man auch als Aufforderung interpretieren könnte.

Die wohl wichtigste Message in Sachen Benefits lautet: Bedenken Sie bei der Wahl Ihres Arbeitgebers nicht nur Ihre Gehaltsvorstellungen, den Arbeitsplatz an sich und die Betriebsrente, die in der Ferne auf Sie wartet, sondern ziehen Sie auch die Gesundheits-Benefits in den Entscheidungsprozess ein. Schließlich will man im Ruhestand die Früchte seiner Arbeit ernten.

Wachstumsstorys für den Stiftungshaushalt

Von Patrick Eisele

Technologie-Start-ups brauchen mehr Wagniskapital. Investoren benötigen Wachstum, Streuung und Anlagesegmente mit Kapitalbedarf. Ein Deep Tech Dive mit der Joachim Herz Stiftung und dem Venture-Capital-Fonds Marvelous.

Die Weltlage hält nicht nur Investoren auf Trab. Die EU-Kommission schnürte Anfang Juni ein „Tech Sovereignty Package“, um Technologieabhängigkeiten gegenüber China und den USA entgegenzuwirken. Teil des Pakets ist beispielsweise der Chips Act 2.0, der insbesondere bei den für KI-Anwendungen benötigten Chips den Schwerpunkt von der Forschung auf die Kommerzialisierung verlagern soll. Dass eine Aufholjagd Europas nötig ist, liegt nicht zuletzt am finanziellen Ökosystem. Im Reich der Mitte soll Chinas KI-Stolz Deepseek laut Reuters eine Finanzierungsrunde in Höhe von bis zu sieben Milliarden Dollar planen, die Deepseek mit 52 bis 59 Milliarden Dollar bewerten würde. In den USA investieren die größten Investoren selbstverständlich in Venture Capital – und manche von ihnen werden nun mit der Billionen-Bewertung von Space X belohnt.

Und in Deutschland? Hierzulande wird nicht über zig Milliarden, geschweige denn Billionen gesprochen. Dafür konstatiert KfW Research unter den Venture-Capital-Investoren zumindest eine leichte Erholung nach dem Stimmungseinbruch Ende 2025. Der Stimmungsindikator habe im ersten Quartal 2026 leicht um 6,2 Zähler auf minus 25,9 Punkte zugelegt. Europas Branchenverband ermittelte für 2025, dass in Deutschland 0,043 Prozent des deutschen BIPs in VC-Investments gehen. Für Europa beträgt der Wert 0,077 Prozent, für Großbritannien immerhin 0,165 Prozent.

Zur Finanzierung von Innovationen wären mehr finanzielle Mittel hilfreich. Einen Finanzierungsengpass ermittelte Ende 2025 auch ein Whitepaper von Unternehmertum (Eigenschreibweise: UnternehmerTUM) in München und der Joachim-Herz-Stiftung in Hamburg. Laut dieser droht Deutschlands Growth-Finanzierung bis 2030 eine Zehn-Milliarden-Euro-Lücke. Wie die Experten zudem vermerken, zähle Deutschland in der Grundlagen- und Anwendungsforschung zwar zur Weltspitze, es hake jedoch beim Skalieren von Innovationen. Besonders ausgeprägt sei die Finanzierungslücke in der Wachstumsphase von Deep-Tech-Startups. Dabei verlangen deren Geschäftsmodelle hohe Investitionen in Forschung, Entwicklung, Prototypenbau und Produktionsinfrastruktur. Die Kommerzialisierung und internationale Skalierung gelingen auch darum häufig nur bedingt.

Deutschland ist Weltspitze – aber nicht beim Gründen

Neben dieser Finanzierungslücke weist die Studie noch auf einen großen regionalen Kontrast hin: Nicht nur, dass das deutsche Wagniskapitalvolumen von 24,7 Milliarden Dollar in 2021 auf 9,8 Milliarden Dollar in 2023 sank. Zu denken gibt insbesondere, dass dagegen das VC-Volumen in den USA in 2021 bei fast 420 Milliarden Dollar lag. Eine Folge ist, dass rund zwei Drittel des in deutsche Start-ups investierten Kapitals bereits aus dem Ausland stammen. Das erhöht die Abhängigkeit von externen Kapitalquellen und birgt Risiken für technologische Souveränität – gerade auf strategisch wichtigen Deep-Tech-Feldern. „Wir haben in Deutschland exzellente Deep-Tech-Startups mit vielversprechenden Lösungen. Was diesen Unternehmen jedoch fehlt, ist Wachstumskapital, um ihre Ideen groß zu machen. Die Politik muss jetzt Rahmenbedingungen und

Anreize für mehr Wachstumskapital schaffen, die Wirtschaft zukunftsorientiert investieren und institutionelle Investoren mehr Kapital bereitstellen“, äußert sich Prof. Dr.-Ing. Dr. Sabine Kunst, Vorstandsvorsitzende der Joachim-Herz-Stiftung, in dem Paper.

Joachim-Herz-Stiftung geht voran

Ihr Aufruf wurde erhört: In der Politik – die EU-Kommission schnürte das oben erwähnte Tech Sovereignty Package – und intern: Seit diesem Jahr geht die Joachim-Herz-Stiftung unter Federführung ihres für die Finanzen zuständigen Vorstandskollegen Ulrich Müller selbst mit gutem Beispiel voran und investiert einen Teil ihres Stiftungskapitals – der Grundstock des Vermögens beträgt 1,3 Milliarden Euro – auch unter missions- und wirkungsorientierten Aspekten mittels eines Venture-Capital-Fonds in frühphasige Deep-Tech-Start-ups.

Gemeinhin gilt Venture Capital als Domäne von Family Offices und für die Beteiligungs-Arme von großen Corporates, denen es primär darum geht, sich strategisch technologisches Know-how zu sichern. Für die meisten Stiftungen dürfte Venture Capital dagegen nicht in Frage kommen, weil man größere Wertschwankungen meiden und regelmäßig ordentliche Erträge für den Stiftungszweck erzielen will. Für beide Ziele geben Anleihen auch wieder viel Potenzial. Finanzvorstand Ulrich Müller stimmt zu, dass auf den Private Markets die Performance überwiegend aus Umschichtungsgewinnen stammt. Fixed Income komme für die Stiftung jedoch nicht in Frage: „Entsprechend dem Willen unseres Stifters Joachim Herz und der Stiftungssatzung ist das Stiftungskapital überwiegend unternehmerisch investiert und gebunden. Zinsträger finden sich nur in unserer kleinen Private-Debt-Allokation und in der Form, dass wir hin und wieder mezzanine Immobilienfinanzierungen machen“, erklärt Ulrich Müller. Für die Erfüllung des Stiftungszwecks ist dies kein großes Problem, da andere Asset-Klassen für ordentliche Erträge sorgen: Der Großteil des Stiftungskapitals ist mittelbar in die Aktien der Beiersdorf AG angelegt, es gibt zwei Aktienmandate und zudem ein großes Immobilienportfolio in den USA, dessen Mieterträge dem Stiftungszweck dienen.

Trotzdem: „Inklusive nicht abgerufener Commitments haben wir seit etwa 2020 einen mittleren dreistelligen Millionenbetrag auf den Private Markets investiert. Auf diese Gelder überhaupt keine Erträge zu erzielen, können wir uns nicht leisten“, sagt Müller. Darum hält die Stiftung die Mandate in Kapitalgesellschaften. Deren Ausschüttungen können für den Stiftungszweck genutzt werden. Wesentliche Vorbedingung: „Zuvor muss aber noch die J-Curve durchlaufen sein.“ Diese sei konservativ geplant worden und müsse man aushalten können, erklärt Müller.

Begonnen hat die Reise auf den Private Markets noch zu Pandemie-Zeiten „klassisch mit Buyouts, schwerpunktmäßig in Europa über eine Secondary-Strategie“, so Müller. Zwei Jahre später allokierte die Stiftung eine Mid-Market-Strategie mit einem regionalen Schwerpunkt auf die USA, wofür man den Weg über Co-Investments ging. Hinzu kamen noch Beimischungen in Form von einigen Private-Debt- und Infrastrukturfonds. „Die bisherigen Ergebnisse sind im Rahmen unserer Erwartungen – auch wenn die Abrufe etwas schneller hätten kommen können“, so Müllers Erfahrungen. Auf jeden Fall waren die Erfahrungen gut genug, um Anfang des Jahres mit Venture Capital den nächsten Schritt in der Beteiligungswelt zu gehen. Eine Inspiration für die Ausrichtung auf Deep Tech und Start-ups war neben der Studie mit Unternehmertum natürlich nicht zuletzt der Stiftungszweck, der auf die Förderung von Wissenschaft, Unternehmertum und beruflicher Bildung abzielt. Insofern handelt es sich für die Stiftung auch um ein missionsorientiertes Investing. „Auch aus steuerlichen Gründen müssen wir aber zwischen Förderung und Investments sauber trennen“, erläutert Müller.

Deep Tech Dive

Die Wahl des Investmentpartners für Wagniskapital fiel im Rahmen eines Beauty Contests auf Marvelous. „Wir denken, dass Marvelous von der Herangehensweise, von der Größe und der Ausrichtung auf Deep Tech in Deutschland und Europa zu uns passt“, erklärt CFO Müller. Was auch ein Kriterium für die Selektion durch die Joachim-Herz-Stiftung war, ist, dass der Investmentpartner neben dem Fund mit dem sogenannten Marvelous Catalyst die Brücke



Bild: Joachim Herz Stiftung

Wissenschaft und Unternehmertum sind Stiftungszweck der Joachim-Herz-Stiftung – für Ulrich Müller nun auch Teil des Portfolios.

baut zwischen Investments und Skalierung. Dies impliziert, dass man Start-ups mit wissenschaftlichen Einrichtungen und der Industrie vernetzt – für Marktvalidierung, den Aufbau erster Kundenbeziehungen und frühe Skalierungsschritte. „Diese operative Begleitung ist ein zentrales Differenzierungsmerkmal gegenüber klassischen Venture-Capital-Ansätzen“, teilte die Stiftung mit.

Und warum passen Deep-Tech-Investments gut zu Deutschland und Europa? „Europa ist großartig darin, mit Geld Wissenschaft zu machen. Was wir wollen, ist, Geld mit Wissenschaft zu machen“, erläutert General Partner Chris Heyer den Ansatz von Marvelous. „Es gibt in Deutschland und Europa einige der besten Wissenschaftler und Wissenschaftlerinnen, Forschungseinrichtungen und wissenschaftliche Durchbrüche. Es hapert aber darin, diese in die Wirtschaft zu bringen und dann zu skalieren.“ Diese Erkenntnisse sind einer Stiftung, die junge Wissenschaftler und deren Forschungen fördert, nicht fremd. Die Stiftung will – dem Stifterwillen entsprechend – Unternehmertum unterstützen und dass das R&D auch in die Anwendung kommt. Müller: „Wir vermitteln den Wissenschaftlern auch Entrepreneurship Education. Einer unserer Slogans lautet: ‚Genug geforscht, jetzt wird gegründet‘.“

Weg wagt, gewinnt

Was hierzulande vor allem fehle, um aus Scientific Breakthroughs, Research Papers und Patenten in der nächsten Phase Unternehmen zu schaffen: (Wagnis-)Kapital! Darum will Marvelous frühphasig in Start-ups mit wissenschaftlichen Durchbrüchen in den Bereichen Advanced Materials, Waste Valorization und Robotics investieren. Wissenschaft, so heißt es auf der Homepage des Berliner VC-Gebers, sei die wichtigste Infrastruktur des nächsten Jahrhunderts. Gefragt, warum man sich mit Hardware beschäftigt, wenn sich heutzutage gefühlt alles um KI dreht, antwortet Heyer: „Wir

investieren nicht direkt in beispielsweise Large Language Models und deren Codierung. Für uns ist KI in die dahinterliegenden Infrastrukturen inkludiert und somit Teil von Deep Tech.“

Allerdings stellt sich die Frage, warum die zweifellos vorhandene hiesige Finanzierungslücke nicht schon früher von Venture-Capital-Fonds geschlossen wurde. Bekannte Venture-Capital-Anbieter wie Earlybird, Wellington Partners oder die damalige VCM gab es in München schon vor der Jahrtausendwende. Heyer diagnostiziert einen Mangel an Deep Tech investierende Frühphasenspezialisten. Damit einher gehe fehlende Expertise zur Bewertung dieser Technologien. Die Gegenwart mache jedoch Hoffnung. Heyer verweist unter anderem auf Hochschulinitiativen, von der Politik unterstützte „Start-up Factories“ und mehr potentielle Industriepartner sowie offene Familienunternehmen. „Ein wichtiger Treiber ist auch Europas Ziel der technologischen Souveränität und Resilienz.“

Hybrider VC-Dachfonds

Für die Hamburger Stiftung investieren die Berliner Wagniskapitalisten über Venture-Capital-Zielfonds aber auch direkt via Co-Investments in ausgewählte Start-ups. Dem hybriden Dachfonds namens Scito hat die Stiftung als alleiniger Investor 20 Millionen Euro zugesagt. Ziel ist die DACH-Region, insbesondere Deutschland, aber auch Europa. Sektoral sieht Marvelous in der frühesten Phase die größten Opportunitäten in Food, Agritech, den ressourcenintensiven Industrien sowie Construction & Building. Das britische Portfoliounternehmen Nanoplume entwickelt beispielsweise laut Eigenauskunft nanoporöses Biomaterial, das hochisolierend, ultraleicht, ultradünn sowie zu 100 Prozent biologisch abbaubar und ungiftig sei – und dabei erschwinglich bleibe. Das Berliner Unternehmen Absora wiederum widmet sich leichtem Meta-Material, das Schall und Vibrationen absorbiert und Strömungen glättet sowie herkömmliche Dämmstoffe entweder vollständig ersetzt oder deren Wirkung in Kombination effizient ergänzt. Regional zu streuen, macht bei Deep Tech Sinn, da sich lokal unterschiedliche technologische Schwerpunkte gebildet haben. Dies gelte sogar innerhalb von Deutschland. Heyer: „In München liegt ein Fokus auf Space-Tech, Hamburg hat einen Schwerpunkt für Advanced Materials oder Quantencomputing und so haben andere europäische Städte andere Schwerpunkte.“

Die Herausforderung bei Venture Capital ist (unabhängig von der Investitionsphase), Fonds und Directs des Top Quartiles zu selektieren. Schließlich ist das Delta zwischen den Besten und dem Rest in dieser Asset-Klasse besonders groß. Heyer will dieser Challenge „mit dem Hunger eines First Time Funds und mit der langjährigen Erfahrung der Teammitglieder“ begegnen. „Wir als Team sind seit vielen Jahren im VC-Ökosystem zu Hause und haben über 150 Investments gemacht. Ich selbst habe unter anderem Corporate-VC-Fonds für das damalige M-Dax-Unternehmen Hypoport aufgelegt. Wir bekommen Zugang zu den besten Fonds und Deals.“



Europa macht mit Geld Wissenschaft, Chris Heyer von Marvelous will mit Wissenschaft Geld machen.

Die Herausforderung für einen Verantwortlichen einer Stiftung wiederum ist, dass mit Venture Capital zwar grundsätzlich sagenhafte Multiples möglich sind, der IRR aufgrund der langen Laufzeit aber auch relativ niedrig ausfallen kann. „Wir glauben, dass wir mit den richtigen Managern und Ansätzen Überrenditen zum Aktienmarkt erzielen können – aber das braucht Zeit. Unsere Erwartung ist nicht, dass wir mit Venture Capital in den ersten sechs bis acht Jahren Erträge für unseren Stiftungshaushalt erzielen können. Wir gehen davon aus, dass in den Private Markets Venture Capital die längste J-Curve hat. Das haben wir entsprechend budgetiert“, sagt Vorstand Ulrich Müller. „Diese sehr langfristige Perspektive passt aber gut zu einer Stiftung.“ Die nötigen finanziellen Vorträge, um die J-Curve-Phase durchlaufen zu können, habe die Stiftung in den Jahren seit ihrer Gründung im Jahr 2008 erwirtschaften können. Müller ergänzt, dass die Diversifikation und die Managerselektion auch auf den anderen Private Markets entscheidend für das Risikomanagement und den Erfolg sind. „In die Auswahl der Investmentpartner haben mein Team und ich viel Zeit investiert.“

Chris Heyer gibt bezüglich langfristiger Kapitalbindung zu bedenken, dass bei Deep Tech – anders als bei Software – die R&D-Phase in der Universität stattfindet und erst dann (Pre-)Seed Money fließt. Die Haltedauern seien bei Deep Tech nicht grundsätzlich länger. Zudem sei vorteilhaft, dass Deep Tech im Vergleich zu Software schlechter zu „verteidigen“ ist. „Es ist viel schwieriger, wissenschaftliche Durchbrüche zu kopieren als eine E-Commerce-Plattform“, so Heyer, der an dieser Stelle auf Space X und Tesla verweist. „Venture Capital hat im Silicon Valley einst mit Hardware-Finanzierungen angefangen.“

Eine Besonderheit von Venture Capital ist, dass die Finanzspritze in der Regel nicht nur einmal angesetzt wird. Schließlich braucht ein Start-up auch ein „Scale-up“, um für den nächsten Käufer

attraktiv zu werden. Marvelous will im ersten Schritt in die oben beschriebene Lücke in der Frühphase gehen beziehungsweise im Fachjargon von Pre-Seed über Seed bis maximal Series A. Ein weiterer Schritt ist aber nötig, um die Start-ups entlang ihres Lebenszyklus zu unterstützen – mit Kapital und dem Marvelous Catalyst zur Skalierung.

Vom Start-up zum Scale-up

Entgegenkommen soll Marvelous dann in der Folge, dass die zahlreichen mittelständischen Industrieunternehmen anders als Dax-Unternehmen keine Corporate-Venture-Capital-Abteilung haben. Zu früh sollte dieser Schritt aber nicht gegangen werden. „Es macht strategisch keinen Sinn, schon in der Pre-Seed- oder Seed-Phase einen strategischen Investor an Bord zu holen. Das würde den Startups die Tür zu anderen kommerziellen Partnerschaften oder zu möglichen Exit-Kanälen verschließen“, gibt Heyer einen Einblick ins Scale-up-Playbook. Selbst in der Wachstumsphase noch in der Finanzierung mitzugehen ist nicht geplant. „Einmal würden wir uns die Multiples zerschießen in dem Fund, zum anderen ist – auch wenn es ein Evergreen ist – unser Kapital begrenzt“, so der VC-Experte.

Dann soll die Skalierung helfen, dass die bei Start-ups mögliche Bewertungsrakete zündet. Apropos: Den IPO von Space X sieht Wagniskapitalist Chris Heyer sehr positiv: „Das spült hoffentlich viel Geld in den Beteiligungsmarkt zurück und motiviert zu weiteren Investments.“ Ebenfalls positiv ist für Heyer, dass die Erwartungshaltung der Stiftung trotz des Billionen-IPOs realistisch bleibt. Müller: „Die Multiples von Space X setzen wir nicht als Benchmark für Marvelous an. Aber über eine Sonderausschüttung eines Tages für unseren Stiftungshaushalt würden wir uns natürlich sehr freuen.“

Hohe Performance-Unterschiede zwischen einzelnen Fonds – insbesondere bei Venture Capital

	US Buyout	Europe Buyout	Asien Buyout	US VC	Europe VC	Asien VC
Average Best-Performer	50,49%	44,54%	40,23%	63,51%	67,26%	58,92%
Upper Quartile	24,06%	21,23%	18,75%	21,80%	18,74%	23,85%
Median	14,22%	12,16%	9,66%	8,16%	6,11%	10,86%
Lower Quartile	6,50%	4,74%	3,48%	-1,06%	-4,36%	0,00%
Average Worst-Performer	-12,18%	-14,67%	-9,89%	-18,13%	-22,74%	-13,22%
Pooled	15,56%	16,24%	11,85%	15,64%	31,54%	4,07%
Anzahl Fonds	3.281	2.281	855	1.755	512	399

Pooled IRR (US-Dollar) 01.01.1991 – 31.12.2025

Quelle: Cepres; © portfolio institutionell

Cologne Confidential Vol. 4

Cooler Netzwerk, heiße Stimmung: Cologne Confidential IV. 37 Grad im Schatten? Für uns kein Grund piano zu machen. Bei der vierten Auflage unseres After-Work-Events lief die Stimmung sofort zur Höchstform auf. Hier sind die schönsten Momente eines unvergesslichen kölschen Sommerabends.











Wir sehen uns wieder: Freuen Sie sich mit uns
auf Cologne Confidential V in 2027!

bAV

Gemessen an der Komplexität nimmt das deutsche betriebliche Pensionswesen eine führende Position in der Welt ein. Deutschland hat nicht nur fünf Durchführungswege, sondern obendrein noch vier verschiedene Zusageformen sowie unterschiedliche Bedingungen in der Einzahlphase, voneinander abweichende Ansätze in der Regulatorik und noch einige unterschiedliche Merkmale mehr. Da wundert es nicht, dass sich gerade kleinere Unternehmen schwer damit tun, zusätzlich zu ihrem Kerngeschäftsfeld den Nebenschauplatz bAV zu bespielen. Zu den aufsichtsrechtlich regulierten Durchführungswegen gehören bekanntlich die Direktversicherung, die Pensionskasse und der Pensionsfonds. Hinzu kommen die beiden übrigen Durchführungswege Direktzusage und Unterstützungskasse. Sie sind in der Gestaltung der Kapitalanlage frei von gesetzlichen Vorgaben und stehen nicht unter Aufsicht. Das gilt auch für von Einzelunternehmen oder auch von

Konzernen gegründete Treuhandlösungen, Contractual Trust Arrangements (CTAs). Hier hat sich in den vergangenen Jahren viel getan, wie der erste Teil der Titelgeschichte zeigt. Im zweiten Teil steht die Reform der geförderten privaten Altersvorsorge (pAV) im Zentrum: Seit Jahren haben es gleich mehrere Bundesregierungen versäumt, die pAV in Form der Riester-Rente zu reformieren. Dies ist zum Leidwesen von Millionen Sparern, die zusehen müssen, wie sich ihre Rentenlücke – obwohl sie regelmäßig Geld zur Seite legen – nach wie vor nicht sinnvoll schließen lässt. Mit dem Altersvorsorge-Reformgesetz soll die private Altersvorsorge und damit die Riester-Rente reformiert werden. Das Gesetz sieht vor, ab 2027 die Riester-Rente durch ein neues, staatlich gefördertes Modell abzulösen. Die neuen Produkte sollen flexibler, kostengünstiger und renditestärker sein. Ziel der Bundesregierung ist es, dass mehr Menschen privat Geld für das Alter zurücklegen.

CTA



Bilder: Stockphoto

Das Wachstum bei CTAs geht in eine neue Runde

Von Tobias Bürger

Contractual Trust Arrangements gewinnen in der Kapitalanlage an Bedeutung. Die Gründe, weshalb die kaum regulierten Treuhandmodelle seit Jahren Zulauf haben, sind häufig bilanzieller Natur: Die Auslagerung von Direktzusagen in der bAV kann Bilanzkennzahlen und Bankenratings verbessern. Und angesichts der Wirtschaftskrise müssen Unternehmen noch effizienter werden. Randgeschäftsfelder werden verkauft. So entstehen häufig neue CTAs. Auch die interne Steuerung von Pensionszusagen landet immer häufiger auf dem Prüfstand.

Studien, die das Verhalten institutioneller Anleger thematisieren und daraus Rückschlüsse für die gesamte Investmentszene ableiten, sollte man immer mit einem Schuss Misstrauen lesen. Das betrifft zum Beispiel die Manager von Pensionsvermögen. Denn die Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung (bAV) und die dafür zuständigen Pensionseinrichtungen unterliegen unterschiedlichen gesetzlichen Vorgaben. Gleichmacherei ist hier also völlig fehl am Platz.

Zu den aufsichtsrechtlich regulierten Durchführungswegen gehören bekanntlich die Direktversicherung, die Pensionskasse und der Pensionsfonds. Die beiden übrigen Durchführungswege Direktzusage und Unterstützungskasse sind dagegen in der Gestaltung der Kapitalanlage frei von gesetzlichen Vorgaben und stehen nicht unter Aufsicht. Das gilt außerdem für von Einzelunternehmen oder auch von Konzernen gegründete Treuhandlösungen, die Contractual Trust Arrangements (CTAs), bei denen man davon ausgehen kann, dass sie Bank- oder Versicherungsgeschäfte betreiben. Ein solcher CTA ist ein zur Insolvenzsicherung von Pensions-

zusagen, Wertkonten oder Altersteilzeitanträgen geschaffenes Finanzierungsvehikel, meist in der Rechtsform eines eingetragenen Vereins.

Aufgrund des sogenannten Konzernprivilegs im Kreditwesengesetz sind CTAs von der Aufsicht befreit. Ihre Anlagestrategie kann durch den Treugeber, unter Beachtung der Bestimmungen der Treuhandverträge, frei festgelegt werden. Restriktionen ergeben sich primär aus dem Treuhandzweck – der Insolvenzsicherung. Damit die Kapitalanlage von Erfolg gekrönt wird, müssen professionelle Strukturen geschaffen werden.

Auch aufgrund ihrer Erfolge bei den Awards von portfolio institutionell sind der Airbus Pension Trust e. V. des gleichnamigen Flugzeugbauers, der TÜV Süd Pension Trust e.V., der Evonik Pensionstreuhand e.V. oder der ZF Pension Trust e.V. vielen ein Begriff. Diese Schwergewichte haben interne Teams und Strukturen etabliert, die eine hoch professionelle Kapitalanlage gewährleisten, in die neben Anleihen und Aktien auch illiquide Assets eingebettet sind. Allerdings kann nicht jedes Unternehmen die dafür erforderlichen Ressourcen vorhalten, um das separierte Pensionsvermögen nach allen Regeln der Kunst zu steuern, ausgefeilte Kapitalanlagen zu implementieren und damit im Auswahlverfahren der Awards zu punkten. „Das Betreiben eines eigenständigen und auf Pensionsverbindlichkeiten ausgerichteten Asset Managements erfordert ein fundiertes Fachwissen, ein entsprechendes Set-up im Unternehmen und risikotragendes Kapital. Bei den meisten Unternehmen ist das Pension Asset Management natürlich nicht der Unternehmenszweck“, erklärt Tilo Kraus, ein Geschäftsführer des Buy-out-Spezialisten Vedra Pensions im Redaktionsgespräch mit portfolio

institutionell. Auch Fragen der Regulierung spielen an dieser Stelle eine maßgebliche Rolle. Laut einer Umfrage von Mercer, der German Asset Allocation Survey 2026, setzen nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz regulierte Pensionspläne wie Pensionskassen andere Anlageschwerpunkte als die unregulierten CTAs.

Für die Untersuchung wurden die Allokationsentscheidungen von 46 Pensionsplänen deutscher institutioneller Investoren per Jahresende 2025 ausgewertet. In der Momentaufnahme (siehe Abbildung 1 auf der nächsten Seite) weisen CTAs eine Aktienquote von 33 Prozent auf. Das sind 14 Prozentpunkte mehr im Vergleich zu den regulierten Anlegern. Auch in anderen Anlageklassen weichen beide Gruppen zum Teil erheblich voneinander ab. „Wir sehen einen relativ stabilen Trend in der Asset-Allokation“, stellt Jeffrey Dissmann fest, Leiter Investments bei Mercer Deutschland, mit Blick auf die Entwicklung der Kapitalanlagestruktur in den vergangenen 15 Jahren. Denn auch sie ist Bestandteil der Studie (Abb. 2, S. 47).

In Großbritannien, wo die zweite Rentensäule im Vergleich zu Deutschland einen viel höheren Stellenwert besitzt, ist das anders. Dort haben die Pensionsvehikel ihre Aktienallokation in den vergangenen Jahren reduziert und sich das höhere Zinsumfeld zu Nutze gemacht, um Pensionsrisiken zu reduzieren. „Sie forcieren zum Beispiel das Thema Liability-driven Investments oder Pension Buy-outs“, berichtet Dissmann gegenüber portfolio institutionell. In Deutschland habe sich da noch nicht viel bewegt, sagt er. „Mein Eindruck ist, dass viele Pensionsvehikel zunächst so weitermachen wie bisher.“ Erst nach und nach würden strategische Veränderungen diskutiert und umgesetzt.

Von der Verpflichtung zur professionellen Kapitalanlage

Wenn Autozulieferer, Flugzeugbauer und Mittelständler ein CTA-Konstrukt errichten, hat das unterschiedliche Gründe. Primär geht es dabei um Betriebsrentenzusagen. Laut der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V., ABA, bedienen sich die Unternehmen, die im Rahmen einer Direktzusage Pensionsverpflichtungen eingegangen sind, seit einigen Jahren zunehmend privatrechtlicher Treuhand-Konstruktionen zur Finanzierung und Absicherung dieser Verpflichtungen. Sie separieren entsprechendes Vermögen oder auch bereits vorhandene Kapitalanlagen von ihrer Bilanz und bringen diese in ein Treuhandmodell ein.

Damit die Bilanzarithmetik gelingt, muss die Zweckexklusivität gewährleistet sein, betont Dr. Frank Hellenthal, CTA-Experte beim Beratungsunternehmen WTW. „Diese Zweckexklusivität ist erforderlich, damit der Wirtschaftsprüfer dieses Vermögen als Planvermögen nach IFRS oder US-GAAP beziehungsweise als Deckungsvermögen nach HGB anerkennt. Nur dann darf das Unternehmen dieses Vermögen gegen die Pensionsverpflichtungen saldieren“, so der Fachmann.

Für Unternehmen, die von den milliardenschweren Kapitalanlagen der CTAs von Airbus & Co. meilenweit entfernt sind, lohnt es sich natürlich nicht, große Teams aufzubauen, die Asset Management und Pensionsmanagement aus einer Hand betreiben. Hier sind es mitunter einzelne Fachkräfte, die das Themenfeld beackern – und das womöglich auch nur nebenher zu anderen Aufgabengebieten, etwa im Personalwesen. Hier bieten Gruppen-Treuhandkonstruktionen ihre Dienstleistungen an. WTW ist seit 2010 mit einem solchen Gruppen-CTA, dem „WTW CTA“, als überbetriebliche Treuhandlösung am Markt. Seither haben sich mehr als 200 Treugeber mit einem Treuhandvolumen von über sechs Milliarden Euro daran beteiligt, wie Frank Hellenthal berichtet. Die Spannweite der Verpflichtungen, um die es dabei geht, ist breit gefächert: Im arithmetischen Mittel sind es ungefähr 30 Millionen Euro. Der größte Treugeber hat etwa zwei Milliarden Euro beigesteuert.

Kernelement des WTW CTA ist ein marktübliches, doppelseitiges Treuhandmodell, bei dem der Treuhänder das ihm von den Trägerunternehmen überlassene Vermögen als juristischer Eigentümer verwaltet (Verwaltungstreuhand) und zugleich die Ansprüche der berechtigten Personen sichert (Sicherungstreuhand). Bei der Kapitalanlage der ihm übertragenden Mittel agiert der Treuhänder stets nach Maßgabe der Anlagerichtlinie und gemäß konkreten Anweisungen des Trägerunternehmens.

Auch Lurse verfügt über Erfahrung in der administrativen Betreuung und Beratung von Contractual Trust Arrangements. Mit der Lurse Deutsche Pensions Treuhand GmbH betreibt der Strategieberater eine eigene, überbetriebliche Gruppentreuhand und sichert Vermögen für Kunden. Auf der Anbieterseite tummeln sich Finanzdienstleister, die neue Märkte für ihre Anlageprodukte erschließen wollen. Hier kann es vorkommen, dass Treugeber



Bild: Vedra Pensions

„Bei den meisten Unternehmen ist das Pension Asset Management natürlich nicht der Unternehmenszweck“, sagt Tilo Kraus von Vedra Pensions.

Kapitalanlageprodukte oder auch Versicherungen der Anbieter nutzen müssen. Dass es auch anders geht, zeigen wir weiter unten.

Gruppen-CTAs sind ein Wachstumsmarkt

Das Neugeschäft im CTA-Markt speist sich, abgesehen vom ungebrochenen Trend nach einer externen Finanzierung der Pensionsverpflichtungen, unter anderem aus M&A-Aktivitäten. Ständig finden Transaktionen statt, bei denen Unternehmen Betriebsteile kaufen oder sich davon trennen. An einem Beispiel macht CTA-Experte Hellenthal deutlich, wie sich das auf den Bedarf nach sogenannten CTA-Anschlusslösungen auswirkt: „Denkbar ist, dass einer unserer Kunden, der bereits eine CTA-Lösung hat, einen Betriebsteil verkauft. Wenn der Käufer noch keine CTA-Lösung eingerichtet hat, können wir eine solche aufsetzen und eine gleichwertige Sicherung schaffen.“ Das seien Dinge, erklärt Hellenthal, die aus dem Bestand heraus passieren. Doch das ist nur ein Wachstumstreiber.

Gruppen-CTAs erhalten auch aufgrund der demografischen Entwicklung Zulauf. Firmen, die in der Vergangenheit eine eigene Treuhandlösung aufgebaut haben, verlieren Fachkräfte, die in den Ruhestand gehen. Dann geht CTA-Know-how verloren. Auch der Wunsch vieler Unternehmen, sich auf das Kerngeschäft zu fokussieren, spielt beim Wachstum der Gruppen-CTAs eine Rolle. Ein weiterer Grund kann Unzufriedenheit mit einem anderen Gruppen-CTA sein, weil beispielsweise die Kapitalanlage hinter den Erwartungen zurückbleibt.

Treugeber sollten sich im Klaren sein, wo die Treuhänder das ihnen anvertraute Kapital anlegen. Hier will der WTW CTA mit einem modularen Ansatz punkten. „Selbstverständlich verfügt der WTW

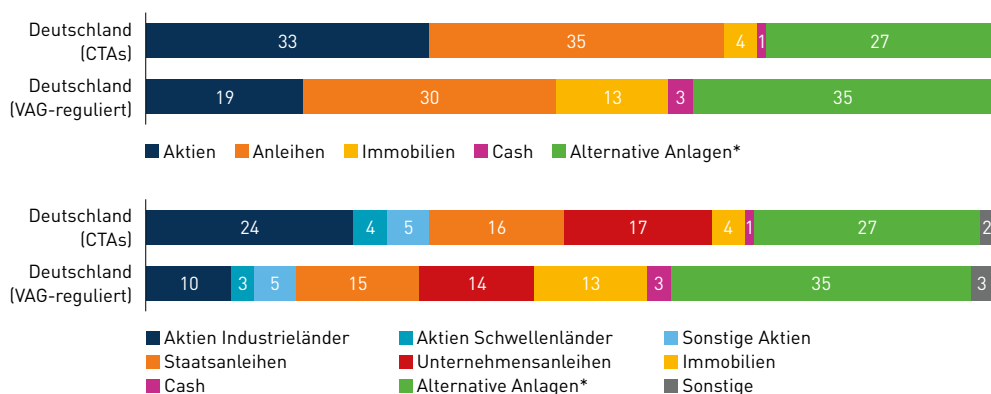
CTA über eine zur Ausfinanzierung von Betriebsrenten aufgelegte Investmentlösung mittels zweier Spezialfonds, in die unsere Kunden sehr einfach investieren können. Aber: Das Geld unserer Kunden muss nicht in diese WTW-Spezialfonds fließen, sondern es ist auch eine ganz andere Kapitalanlage möglich, zum Beispiel Publikumsfonds, ETFs oder Spezialfonds anderer Anbieter“, sagt Frank Hellenthal. Denn die Kapitalanlage beginnt nicht immer auf der grünen Wiese. „Viele unserer Neukunden waren schon in Fonds investiert, als sie zu uns gekommen sind. Hier kann es naheliegen, dass sie diese Anlagen in eine CTA-Lösung einbringen. Und damit können sie Deckungs- beziehungsweise Planvermögen generieren und ihre Bilanz verkürzen.“

Langlebigkeit und Inflation sind Risiken im BAV-Geschäft

Wenn Unternehmen sich einem Gruppen-CTA anschließen, sind die mit den Pensionsverpflichtungen einhergehenden Risiken aber natürlich nicht verschwunden. Das Langlebigkeitsrisiko beispielsweise oder das Inflationsrisiko. Oder die Risiken, die – je nach Ausgestaltung – mit der Kapitalanlage einhergehen. Das Stichwort lautet: „Subsidiärhaftung“. Der Verkauf der Verpflichtungen kann diese Risiken beseitigen: Im Rahmen eines Pensions-Buy-outs, wie er eingangs bereits angeklungen ist. Dabei werden sämtliche Risiken, die mit den Pensionsverpflichtungen einhergehen, an den Käufer übertragen. Ein Spezialist auf diesem Gebiet ist Vedra Pensions, ein anderer die Deutsche Betriebsrenten Holding.

Vedra ist auf die Übernahme bestehender Pensionsverpflichtungen im Bereich betrieblicher leistungsorientierter Zusagen spezialisiert. Als deutsche Holdinggesellschaft kauft sie Pensionsverpflichtungen im Gewand der Rentnergesellschaft auf. Im vergangenen Jahr hatte Vedra die deutschen Pensionsverbindlichkeiten der

Abbildung 1: Asset-Allokation regulierter und unregulierter Pensionspläne



*Alternative Anlagen beinhalten Privatmarktanlagen, sonstige Alternatives (mit u. a. Rentendirektbestand, Infrastructure Debt und Listed Infrastructure), höherrentierliche Anleihen, Liquid Alternatives und Multi-Asset.

Angaben in Prozent, Stand: Dezember 2025

Quelle: Mercer; © portfolio institutionell

Hypo Real Estate Holding GmbH auf dem Wege eines Pension Buy-outs übernommen. Die HRE Holding ist eine seit 2009 vom Bund gehaltene ehemalige Bankenholding mit Sitz in München, deren Gesellschafter der Finanzmarktstabilisierungsfonds ist. Aufgabe der HRE Holding ist es, alle noch bestehenden Geschäfts- und Kundenbeziehungen abzuwickeln.

Im Oktober 2025 hatte Vedra eine zuvor gegründete Rentnergesellschaft übernommen, auf die die Pensionsverbindlichkeiten von der HRE Holding übertragen worden waren. Ebenfalls übergegangen ist das gegenüberstehende Pensionsdeckungsvermögen, inklusive einer Reihe von Rückdeckungsversicherungen. Diese waren von der HRE Holding in der Vergangenheit zur Sicherung der Pensionsansprüche abgeschlossen worden. Damit trägt Vedra nun alle mit den Pensionsansprüchen verbundenen Risiken und Zahlungsverpflichtungen. Diese werden innerhalb der Vedra-Gruppe verwaltet und durch eine externe Doppeltreuhand (CTA), bestehend aus Verwaltungs- und Sicherungstreuhand, abgesichert. Auf diese Weise sei eine zweckgebundene Verwendung des Treuhandvermögens gewährleistet, heißt es. Die Kapitalanlage erfolgt über einen deutschen Spezialfonds.

Eine Fülle von Katalysatoren sprechen für Buy-outs

Danach gefragt, warum Unternehmen Pensionsverpflichtungen abgeben, sagt Vedra-Geschäftsführer Tilo Kraus, es gebe eine Fülle von Katalysatoren, die dazu führen, dass eine Firma sich für einen Buy-out entscheidet. „Das Grundsatzthema ist bei allen das gleiche: Der Betrieb von Pensionen gehört für die meisten Unternehmen nicht zum Kerngeschäft“, sagt der Fachmann. „Die auslösenden Momente einer solchen Transaktion sind momentan häufig noch Unternehmensreorganisationen und -liquidationen, wobei komplette

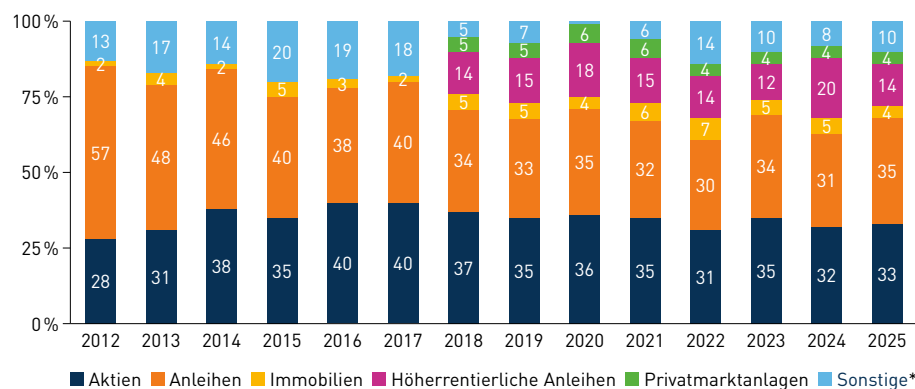
Kostenstrukturen, gesellschaftsrechtliche Strukturen et cetera auf den Prüfstand gestellt werden.“ Aber auch M&A-Situationen können dazu führen, dass ein Unternehmen seine Pensionsverpflichtungen vollständig an Dritte abgibt. „Was wir noch nicht so viel in Deutschland sehen, sind Transaktionen von Unternehmen, die sich von Pensionsverpflichtungen trennen wollen, weil sie diese nicht als Kerngeschäft ansehen oder weil sie Risiken beinhalten, die die Unternehmen auf ihrer Firmenbilanz nicht haben möchten“, sagt Kraus. Doch auch hier nehme der Markt Fahrt auf.

Die Zeit ist reif für den Abbau von Risiken

Zum Abschluss des Gesprächs mit unserer Redaktion verdeutlichte der Vedra-Geschäftsführer, dass das Thema De-Risking die Finanz-, Strategie- und Personalabteilungen der Unternehmen beschäftigt. Getrieben werde dies durch bessere Marktinformationen sowie ein gestärktes Vertrauen, „weil die Zahl der umgesetzten Transaktionen steigt. Man könnte auch sagen, dass sich Buy-out-Anbieter institutionalisieren.“ Außerdem merkt der Fachmann an, dass steigende Herausforderungen im Bereich der bAV „Pension Buy-outs für Unternehmen zunehmend attraktiv machen. Sie dienen Unternehmen als Instrument der Risikobegrenzung und der Bilanzoptimierung.“

Festzuhalten bleibt, dass CTAs/Treuhandmodelle ein Markt mit Zukunft sind. Wachstum dürften in den kommenden Jahren aber vor allem Gruppen-CTAs verbuchen, weil Unternehmen aller Branchen sich von diesen Aufgaben, die nicht zum Kerngeschäft gehören, eher trennen als daran festzuhalten. Doch das ist nur ein Segment innerhalb der bAV. Wenn Sie also morgen irgendwo lesen sollten, dass „institutionelle Anleger“ dieses und jenes Investment planen, seien Sie wachsam.

Abbildung 2: Asset-Allokation deutscher CTAs im Zeitverlauf seit 2012



*Sonstige enthält unter anderem Multi-Asset, sonstige Alternatives (mit u. a. Rentendirektbestand, Infrastructure Debt und Listed Infrastructure), Liquid Alternatives und Cash.

Angaben in Prozent

Quelle: Mercer; © portfolio institutionell

Gesetzliche Kapitalrente und bAV im Wettbewerb

Von Jens Kummer

Die Alterssicherungskommission verspricht einen doppelten Aufbruch in die Kapitaldeckung. Ein zusätzlicher, paritätisch finanzierter Beitragssatz von zwei Prozent soll idealerweise ab 2028 schrittweise in individuelle Konten innerhalb der gesetzlichen Rentenversicherung fließen. Gleichzeitig soll die betriebliche Altersversorgung annähernd flächendeckend werden. Was nach Ergänzung klingt, ist in der Praxis ein Wettbewerb um dieselbe Verteilmasse – und um die Kontrolle über gewaltige Kapitalströme.

Zwei Töpfe, dieselben Zahler: Deutschland will gleichzeitig eine neue gesetzliche Kapitalrente aufbauen und die bAV flächendeckend machen. Finanziert werden sollen aber beide Systeme von denselben Arbeitgebern und Beschäftigten. Diesen zentralen Konflikt der Altersvorsorge-Reform bringt ABA-Geschäftsführer Klaus Stieffermann auf den Punkt: „Arbeitgeber und Arbeitnehmer können den Euro nur einmal ausgeben.“ Für die Kapitalrente schlägt die Kommission einen Beitrag von zwei Prozent vor, den Arbeitgeber und Arbeitnehmer hälftig tragen sollen. Die bAV soll parallel über einen Sozialpartnerdialog verbreitert werden. Wie hoch die Beiträge dort ausfallen, wer sie trägt und ob ein verpflichtendes Modell oder ein Auto-Enrolment mit Opt-out kommt, bleibt bislang offen. Die Gefahr der Verdrängung ist offensichtlich: Der neue Kapitalrentenbeitrag von insgesamt zwei Prozent soll zusätzlich zum umlagefinanzierten GRV-Beitrag erhoben werden. Damit steigen die Belastungen für Arbeitgeber und Beschäftigte unmittelbar. Beschäftigte könnten ihre Entgeltumwandlung reduzieren, Arbeitgeber ihren gesamten Vorsorgeaufwand je Beschäftigten begrenzen. Was in die gesetzliche Kapitalrente fließt, steht dann nicht mehr ohne Weiteres für die Betriebsrente zur Verfügung.

Auch Christian Remke, Metzler Pension Management, sieht diesen Wettbewerb. Remke zufolge konkurrieren beide Systeme „auf den ersten Blick“. Allerdings erwartet Remke, dass die Einführung der Kapitaldeckung in der GRV und die damit verbundene Anhebung des Beitragsniveaus in den Folgejahren akzeptiert und verarbeitet werden. Danach werde die Verbreiterung der bAV tarifpolitisch wieder stärker in den Vordergrund rücken. Die entscheidende Frage ist, ob die zweite Säule bis dahin nicht bereits politisch und finanziell ins Hintertreffen geraten ist.

Der einfache Weg führt durch die erste Säule

Von 33 Empfehlungen der Kommission sind nur die Empfehlungen 29 und 30 ausdrücklich der bAV gewidmet. Für die gesetzliche Rente entwirft die Kommission dagegen ein detailliertes Reformgebäude – einschließlich Beitrag, Konten, Fonds und Startzeitpunkt. Grund dieses Fokus dürfte sein, dass die bAV kein einzelnes Produkt ist, sondern ein historisch gewachsenes System aus fünf Durchführungswegen, Tarifvereinbarungen, Arbeits-, Steuer- und Sozialversicherungsrecht sowie unterschiedlichen Aufsichtsregimen. Die Kommission selbst spricht von hoher struktureller Differenzierung und Komplexität. Für Stieffermann vermittelt die knappe Behandlung der bAV den Eindruck, dass die Rentenkommission ohne Einbindung der Sozialpartner keine tragfähigen Vorschläge vorlegen wollte. Bei der bAV sende sie sinngemäß das Signal: „Das ist so kompliziert, da können wir ohne Sozialpartner eh keine Vorschläge machen.“ Gerade für kleine und mittlere Unternehmen ist diese Komplexität entscheidend. Das Zweite Betriebsrentenstärkungsgesetz, das seit Januar 2026 schrittweise in Kraft tritt, erleichtert Sozialpartnermodelle, Optionssysteme und

die Förderung von Geringverdienern. Ob daraus ein Durchbruch entsteht, lässt sich nach wenigen Monaten nicht beurteilen. Das BRSG II erweitert zwar den bAV-Werkzeugkasten. Ein niedrigschwelliges Standardmodell für Betriebe ohne eigene Versorgungsexpertise fehlt jedoch weiterhin. Haftung, Dokumentation und Anbieterwahl bleiben Hürden.

Politisch läuft vieles auf einen Kompromiss hinaus: Beschäftigte werden automatisch einbezogen, können aber widersprechen. Remke hält „eine Kombination von Auto-Enrolment auf Basis von tarifvertraglicher Umsetzung“ für die beste Grundlage. Über die Kapitalanlage sollten die Sozialpartner gemeinsam mit einem professionellen Versorgungsträger entscheiden. Für einen materiell relevanten Beitrag der zusätzlichen Vorsorge nennt Remke einen Gesamtbeitrag von drei bis fünf Prozent des Entgelts. Käme dieser zusätzlich zur vorgeschlagenen Kapitalrente hinzu, wäre die Gesamtbelastung erheblich.

Stieffermann warnt davor, Auto-Enrolment mit einer fertigen Lösung zu verwechseln. Vorhandene Zusagen müssten angerechnet, unterschiedliche Systeme vergleichbar und Regeln für Kosten, Invalidität und lebenslange Leistungen definiert werden. Das könne, formuliert er zugespitzt, zu einem „Beschäftigungsförderungsprogramm für Versicherungsmathematiker“ werden. Zudem optierten international häufig gerade Geringverdiener aus, weil sie das laufende Einkommen benötigen.

Entscheidend ist die Haftungsfrage. Klassische bAV-Zusagen verpflichten den Arbeitgeber, für die zugesagte Leistung einzustehen – auch wenn Beiträge ordnungsgemäß an einen Versorgungsträger gezahlt wurden. Eine Pflicht ohne Entlastung von dieser Subsidiärhaftung dürfte vor allem KMU abschrecken. „Aus unserer Sicht setzt ein Obligatorium immer die reine Beitragszusage voraus“, sagt Stieffermann. Bislang ist sie an Sozialpartnermodelle auf tarifvertraglicher Grundlage gebunden.

Kapitaldeckung eröffnet langfristig höhere Renditechancen. Viele klassische Versorgungslösungen der bAV sind jedoch von Garantien, festen Leistungsversprechen und einer entsprechend vorsichtigen Kapitalanlage geprägt. Das begünstigt zinstragende Anlagen und begrenzt häufig den Spielraum für höhere Aktienquoten. Garantien schützen zugesagte Leistungen und begrenzen für Beschäftigte das Risiko schwankender Renten. Zugleich beanspruchen sie Risikobudgets und erschweren eine langfristig hohe Aktienquote. Damit droht ein paradoxer Zustand: Der Staat wirbt für Kapitaldeckung mit den Chancen des Kapitalmarkts, während die zweite Säule vielerorts an Regeln festhält, die eben diese Chancen begrenzen. Dagegen verzichtet die reine Beitragszusage auf eine garantierte Leistungshöhe und ermöglicht kollektive Steuerung, Pufferbildung und professionelle

Kapitalanlage. Hier könnte die bAV ihre Stärke ausspielen: große Kollektive und lange Anlagehorizonte. Christian Remke plädiert zudem für intelligente Sicherungskonzepte mit Reservenbildung bis zur Leistungsphase. Einhergehen müsse dies „mit klaren Botschaften, dass Versorgungsleistungen künftig über die Entwicklung des Kapitalmarktes steigen, aber auch fallen können“.

Wer kontrolliert das Kapital?

Die Finanzierungsfrage ist nur die eine Hälfte des Konflikts. Die zweite lautet: Wer entscheidet über die Milliarden? Bei der Kapitalrente würde der Staat den Rahmen setzen, einen öffentlichen Fonds etablieren und Alternativen zertifizieren. Wer den öffentlichen Fonds beziehungsweise dessen Vermögen verwaltet, ist noch offen. Der Kenfo wird im Kommissionsbericht als mögliches Vorbild genannt; zugleich bringt sich die Bundesbank als möglicher Vermögensverwalter ins Gespräch. In der bAV läge die Steuerung hingegen näher bei Arbeitgebern und Gewerkschaften, während die Umsetzung von Pensionskassen, Pensionsfonds, Versicherern oder anderen professionellen Einrichtungen übernommen würde. Beide Modelle benötigen Schutz vor Interessenkonflikten, überhöhten Kosten und kurzfristiger Einflussnahme.

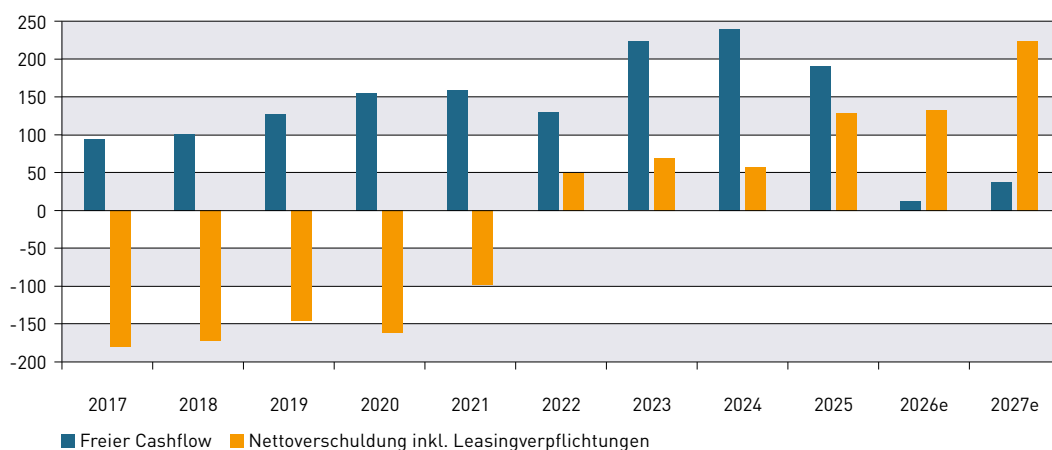
Die Kommission schlägt damit zunächst den administrativ leichteren Weg vor: Die obligatorische Kapitaldeckung soll in die vorhandene GRV-Infrastruktur integriert werden. Die kompliziertere zweite Säule sollen die Sozialpartnern erst einmal sortieren. Das ist pragmatisch, birgt aber ein strategisches Risiko. Werden die zusätzlichen zwei Prozent zuerst politisch und finanziell gebunden, könnte die bAV trotz aller Bekenntnisse das Nachsehen haben. Zugleich ist unsicher, ob die Sozialpartner diesmal einen größeren Durchbruch erzielen. Bleiben Pflichtcharakter, Haftung und Finanzierung ungelöst, droht die bAV auch künftig eher ein Säulchen als eine tragende Säule der Alterssicherung zu bleiben. Eine tragfähige Reform muss deshalb beide Projekte gemeinsam rechnen und der bAV ein klares Profil neben gesetzlicher und privater Vorsorge geben und bestehende bAV-Beiträge vor Verdrängung schützen.

Zwei Wege zur Kapitaldeckung

Merkmal	Gesetzliche Kapitalrente	Betriebliche Altersversorgung
Teilnahme	Obligatorisch	Ziel: annähernd flächendeckend; Modell noch offen
Finanzierung	2 % zusätzlich, paritätisch	Beitragshöhe und Verteilung noch offen
Kapitalanlage	Öffentlicher Fonds; Ausgestaltung noch offen – naheliegende Kandidaten: Kenfo, Bundesbank	Versorgungsträger unter Mitwirkung von Arbeitgebern und Sozialpartnern
Regelwerk	Zentrale gesetzliche Rahmensezung	Arbeits-, Steuer-, Tarif- und Aufsichtsrecht greifen ineinander

Quelle: Eigene Darstellung; © portfolio institutionell

Das Cash Burn Comeback



Aggregierte Werte der Unternehmen Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und Oracle.

in Milliarden US-Dollar, Stand: 30. Juni 2026

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch; © portfolio institutionell

KI-Boom! KI-Bust?

KI-Entwicklung muss man sich leisten können. Nicht leisten darf man sich aber, bei der KI nicht dabei zu sein. Lieber das Risiko eingehen, ein paar hundert Milliarden falsch zu investieren, als Superintelligenz zu verpassen, meint Meta-Chef Mark Zuckerberg. Superintelligent für die Bilanzen und Cashflows der Hyperscaler erscheinen die Investments allerdings nicht. Somit scheint sich Geschichte zu wiederholen: Ein Merkmal der TMT-Bubble um die Jahrtausendwende war, dass für die Cash-Burn-Rate „Je höher, desto besser“ galt.

Dr. Bert Flossbach vom Vermögensverwalter Flossbach von Storch zählt zu den Auswirkungen des KI-Boom auf die Börse unter anderem, dass Erfahrung zum Nachteil wird. „Warnende Stimmen von erfahrenen Investoren kommen oft verfrüht. Anleger, die dagegen unbelastet von widrigen Erfahrungen der Vergangenheit agieren, reiten die Blase unbeirrt weiter. Der Erfolg gibt ihnen Recht. Ihr Selbstvertrauen wächst bis zum Gefühl der Unfehlbarkeit.“

Die damalige Blase platzte – das Internet gibt es aber heute noch. Leitet sich daraus für KI eine Boom-Bust-Boom-Erwartung ab?



BAI Real Assets Symposium



19. November 2026



Westin Grand Hotel, Frankfurt



KEYNOTE

„Weltwirtschaft und Kapitalmärkte - ein Ausblick“

Prof. Dr. Jörg Krämer, Chefvolkswirt, Commerzbank AG

- Vorträge, Investorenpanels und Expertenrunden rund um die Assetklasse Infrastruktur
- Themenauswahl: Digitale Infrastruktur – KI & Rechenzentren, Energiewende in Nordeuropa, Kommunale Infrastruktur, die Bedeutung von Infrastruktur in den Portfolios institutioneller Investoren
- Zielgruppe: BAI-Mitglieder, institutionelle Investoren und Vertreter von Infrastrukturinvestitionszielen (Kommunen, Stadtwerke etc.)

LEAD-SPONSOR

BARINGS

SILBER-SPONSOREN

IFM Investors 

S|E|B

SIPA
Part of PEI

 **STEPSTONE**

 **wüestpartner**

PANEL-SPONSOREN


ADAPTOGEN
CAPITAL

ANTIN

Deloitte.

LUNCH-SPONSOR

INTREAL

GET-TOGETHER-SPONSOR

 **EDMOND**
DE ROTHSCHILD

HANSAINVEST

LHI
Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH

VR **VALUE & RISK**
ENSURE TRANSPARENCY

 **First Sentier**
Investors

MEDIENPARTNER

Absolut
research
THE PLATFORM FOR INSTITUTIONAL INVESTORS

 **e-fundresearch.com**
INVESTOR'S INDEPENDENT SOURCE

 **FONDS**
FRAUEN
EMPOWERING
WOMEN IN FINANCE

 **FUNDVIEW**

INTELLIGENT INVESTORS

IREAL
ASSETS

portfolio
institutionell

private markets
360

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.