

portfolio institutionell



**RISIKO
ÜBERGEWICHT
BEI INDIZES**

INVESTMENT-STRATEGIE

Wichtig für Risikomanager:
Versicherer in Private-Equity-Hand

INVESTMENT-STRATEGIE

Richtig für Versorgungswerke:
das ABV-Prädikat

INVESTMENT-STRATEGIE

Nichtig für Anleger:
Fundamentale Benchmarks



Hanna Beloch,
Portfoliomanagerin
bei Union Investment

Risiken smart ausbalancieren

Gerade in turbulenten Zeiten des Umbruchs müssen Risiken vorausschauend umschifft werden. Es geht darum, Risiken zu erkennen und in smarter Analyse abzuwägen, wo darin Chancen liegen – und diese kontrolliert für die Kapitalanlage zu nutzen. Wir wissen, dass selbst kleinste Turbulenzen große Wellen schlagen können und balancieren sie souverän aus, für ein maximal effizientes Risikomanagement.

Erfahren Sie mehr unter
ui-link.de/risikomanagement

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.





Wo sich Herz und Kapital treffen

Endlich: Die Bundesliga ist zurück, und wir sind nicht mehr nur auf das Quartals-, sondern auch wieder auf das Wochenende fokussiert. Und wer außer seinem Herz auch sein Kapital verlieren will, ist beim Fußball genau richtig. Fußballaktien und andere Beteiligungen kranken vor allem daran, dass es den Clubs nicht um Renditemaximierung, sondern um Punktemaximierung geht.

Dass Letzteres, auch wenn man viele Millionen bereitstellt, nicht unbedingt klappt, musste Klaus-Michael Kühne als treuer HSV-Gesellschafter lernen. Wer sich jedoch recht klug angestellt hat – wahrscheinlich, weil man nicht nur den Kicker, sondern auch portfolio institutionell liest –, ist die Hanse Merkur. Die Versicherung sicherte sich noch zu Zweitligazeiten fünf Prozent am HSV. Weniger groß dürfte die Wertsteigerung für die Sparda-Bank Hamburg ausgefallen sein, die sich erst nach dem Wiederaufstieg in die Bundesliga vor einem Jahr am Hamburger SV beteiligte. Aber abgerechnet wird erst zum Schluss – und das ist der wahre Kick! Denn wie schon Sepp Herberger so oder so ähnlich sagte: „Fußball ist deshalb so spannend, weil niemand weiß, wie das Investment ausgeht.“

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

Infrastruktur – Mutter gewinnt Mandat der Tochter	6
Übernahme – Frankfurter-Leben-Gruppe kauft Athora Deutschland	8
Restrukturierung – Atempause für Branicks	8
Umbau – Munich Re steigt bei US-Wind aus und bei Glasfaser ein	10
Gebühren – Altersvorsorge-Depot: Scalable Capital unterbietet Bund	10
Auf einen Blick – Personalien und Termine	11
portfolio Veranstaltungen – Jahreskonferenz 2027	12
portfolio Veranstaltungen – Private Markets Forum 2026	13

WELTSPIEGEL

Agrarinvestments – Die Wüste lebt	14
--	----

INVESTMENT-STRATEGIE

Hintergrund – Wie Private Equity, Private Credit und US-Lebensversicherer ein neues Schattenbankensystem formen	16
Indexkonstruktion – Suche nach dem richtigen Maßstab	24
ABV-Prädikat – Das Siegel und seine blinden Flecken	28
Comeback – Staatsanleihen machen Staat	32

PENSIONS

Dax-Pensionswerke – Goldene Locken statt grauer Haare	34
--	----

TITELTHEMA

Intro – Aktien	36
Faktorprämien – Auf der Suche nach dem Erfolgs-Faktor	38
Indexing – Eine Frage der Gewichtung	43

RUBRIKEN

Impressum	6
#privatemarkets	21
Chart-Kabinett	46



Bild: Stockphoto

Mutter gewinnt Mandat der Tochter

Die Commerz Real und die Versicherungsgruppe die Bayerische arbeiten künftig bei Infrastrukturinvestments zusammen. Wie die Partner gemeinsam mitgeteilt haben, wird die Commerz Real ab dem 1. Januar 2027 als Fondsmanager die Steuerung und Betreuung des mehr als 500 Millionen Euro umfassenden Pangaea Life Blue Energy übernehmen. Speziell an dieser Mandatierung ist, dass das Management des Fonds bislang bei Aquila Capital liegt, und damit einer Gesellschaft der Commerz Real.

Seit 2025 sind die Asset-Management-Beteiligungen der Commerzbank-Gruppe bei der Commerz Real AG gebündelt. Neben den Marken und Produkten der Commerz Real zählen dazu die Aquila Capital Investmentgesellschaft mit Fokus auf nachhaltige Sachwertinvestments im Bereich Energieinfrastruktur sowie Yellowfin als Boutique für liquide Investmentstrategien. Wie die Bayerische und die Commerz Real berichten, soll das Pangaea-Mandat zum Jahreswechsel auf die Commerz Real übertragen werden. Kürzlich sei es europaweit ausgeschrieben worden und die Commerz Real habe sich gegen mehrere Mitbewerber durchsetzen können.

Bayerische suchte Werte, Langfristigkeit und Leidenschaft

Zu den Gründen zur Trennung von Aquila macht die Bayerische in der Pressemitteilung keine Angaben. Aufschlussreich ist jedoch eine Aussage von Bayerische-Vorstand Martin Gräfer, warum die Wahl auf die Commerz Real fiel: „Dabei haben uns nicht nur Kompetenz und Größe überzeugt, sondern vor allem die Menschen dahinter. Wir haben Partner gesucht, die unsere Werte, unsere langfristige Denkweise und unsere Leidenschaft für dieses Projekt teilen. Genau das haben wir gefunden.“ Aufgabe der Commerz Real ist es nun, den Fonds weiterzuentwickeln. Neben Wind-, Solar- und Wasserkraftanlagen sollen künftig auch Speicher, Netze und weitere energienahe Infrastruktur stärker in den Fokus rücken. „Für uns zählt nicht nur, wo Erneuerbare Energie erzeugt wird, sondern auch, wie sie gespeichert, verteilt und wirtschaftlich nutzbar gemacht wird. Mit dem erweiterten Infrastrukturansatz stärken wir die Portfolioqualität des Blue Energy und richten den Fonds auf die nächste Phase der Energiewende aus“, sagt Judith Lechermann, CIO der Bayerischen.

Pangaea Life entstand 2017 als Produktmarke für Sachwertinvestments in Erneuerbare Energien und nachhaltige Wohnimmobilien der Münchener Versicherungsgruppe. Laut der Commerz Real verfügt Blue Energy zum Halbjahr über ein Fondsvolumen von rund 518,8 Millionen Euro und bietet Kunden seit Auflage eine durchschnittliche jährliche Bruttowertentwicklung von 6,0 Prozent. Der Fonds Blue Living verfügt aktuell über ein Fondsvolumen von rund 176,7 Millionen Euro und weist seit Auflage eine durchschnittliche jährliche Bruttowertentwicklung von 4,4 Prozent auf.

Wenig glücklich mit der Hamburger Aquila dürfte man aber nicht nur in München, sondern auch in Frankfurt sein. Laut Medienberichten musste die Commerzbank auf ihre Aquila-Beteiligung Abschreibungen vornehmen, die mehr als die Hälfte des Kaufpreises von 200 Millionen Euro betragen. Zwei Aquila-Fonds, in denen institutionelles Geld in Höhe von 1,2 Milliarden Euro lag, seien in Schieflage geraten. Probleme soll es insbesondere bei der Entwicklung von Renewables in Südeuropa gegeben haben. In 2024 hat die „Coba“ 74,9 Prozent an der Aquila Capital übernommen.

Neuer Name für Wealthcap

Spannend wird aber auch, wie es mit der Commerz Real nach der Übernahme der Mutter durch die Unicredit weitergeht. Womöglich kommt es zu einer stärkeren Integration. Die bisherige Wealthcap, „Hub“ für Alternatives innerhalb der Unicredit, firmiert seit März unter Unicredit Invest Alternatives.

pe

Impressum

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

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

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

Asset-Based Finance entschlüsselt: Ein genauerer Blick auf Risiko und Struktur der Anlageklasse

Asset-Based Finance bietet eine der attraktivsten Anlagechancen im Private-Market-Bereich – setzt jedoch ein tiefes Verständnis der zugrunde liegenden Strukturen, Sicherungsmechanismen und vertraglichen Ausgestaltungen voraus.

Die strukturellen Vorteile von Asset-Based Finance (ABF) sind weithin bekannt: Durch Vermögenswerte besicherte Kredite mit vertraglich festgelegten Zahlungsströmen eröffnen Anlegern Ertragsquellen, die weitgehend unabhängig von Unternehmensrisiken sind. Gleichzeitig bieten sie attraktive Spreadaufschläge gegenüber börsennotierten Anleihen sowie Schutzmechanismen, die an öffentlichen Märkten nur selten verfügbar sind.

Ein riesiges Anlageuniversum

Im Kern umfasst ABF alle Kreditanlagen, deren Rendite durch spezifische Vermögenswerte oder Zahlungsströme abgesichert ist – im Gegensatz zu klassischen Unternehmenskrediten, die letztlich durch den Unternehmenswert und den operativen Cashflow des Unternehmens gedeckt sind. Das Anlageuniversum umfasst Segmente wie Verbraucherkredite, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Leasingforderungen, Credit Tenant Loans, Projektfinanzierungen, Infrastructure Debt, Commercial Property Assessed Clean Energy (C-PACE), Musikrechte sowie Datacenter-Finanzierungen.

Die starke Ausweitung institutioneller Investitionen in private ABF ist bislang vor allem ein US-amerikanisches Phänomen. Grund dafür sind die ausgeprägte Tiefe und Liquidität der dortigen Verbraucher- und Unternehmenskreditmärkte sowie ein rechtlicher Rahmen, der eine effiziente Besicherung und Durchsetzbarkeit von Forderungen begünstigt. Mittlerweile setzen sich ähnliche Strukturen jedoch zunehmend auch in anderen Rechtsordnungen durch.

Innovative ABF-Strukturen finden zunehmend Anwendung in Märkten mit besonders hohem Kapitalbedarf – etwa beim Ausbau erneuerbarer Energien, der digitalen Infrastruktur oder der Modernisierung von Stromnetzen.

Eine differenzierte Anlageklasse

ABF-Investments haben kein einheitliches Risikoprofil, sondern unterscheiden sich grundlegend in Bezug auf die Art der zugrunde liegenden Sicherheiten (etwa diversifizierte Forderungspools versus Single-Asset-Transaktionen), die Kapitalbindungsdauer und vor allem die Absicherung gegen Wertverluste.

Zur besseren Einordnung lassen sich zwei Grundtypen unterscheiden: zum einen makrosensitive ABF-Strategien, insbesondere im Bereich Verbraucher- und Leasingkredite, deren Performance sehr stark vom Konjunkturverlauf abhängt, und zum anderen sachwertbasierte Strategien, die auf vertraglich fixierten Zahlungsströmen, gesetzlichen Pfandrechten oder langfristigen Verpflichtungen beruhen.

Viel langfristiges Potenzial

Am besten positioniert, um das Potenzial von ABF auszuschöpfen, sind Anleger mit einem langen Anlagehorizont und einer Passivstruktur, die keinen täglichen Liquiditätsbedarf mit sich bringt. Dies ermöglicht es ihnen, den Spreadaufschlag, den außerbörsliche ABF-Investments gegenüber vergleichbaren börsengehandelten Instrumenten bieten, systematisch zu vereinnahmen.

Wichtig ist auch eine sorgfältige Auswahl des jeweiligen Managers. Dabei sollten drei Fragen im Fokus stehen: wie Assets originiert werden, ob die Anreizstruktur den Anlegerinteressen entspricht, ob die erforderliche Underwriting-Expertise für jede Teilstrategie vorliegt und ob der Manager über die nötige Kompetenz und Erfahrung verfügt, um Portfolios aufzubauen, die auf spezifische Anlegerziele zugeschnitten sind.

Asset-Based Finance ist eine große und vielfältige Anlageklasse und das ABF-Label allein sagt wenig darüber aus, was eine Strategie tatsächlich bietet oder wie sie sich in Stresssituationen verhält. Anleger, die mit der für diese Anlageklasse erforderlichen Sorgfalt vorgehen, können nachhaltige Erträge, stabile Cashflows und eine bedeutende Diversifikation gegenüber Unternehmensanleihen erzielen.

Den vollständigen Artikel finden Sie unter nuveen.com

nuveen
A TIAA Company

Frankfurter-Leben-Gruppe kauft Athora Deutschland

Die Frankfurter-Leben-Gruppe übernimmt den Wettbewerber Athora Deutschland, an dessen Spitze CEO Dr. Immo Querner steht. Zusammen mit den Athora-Beständen wird der Bestandsversicherer für Lebensversicherungen künftig rund 800.000 Kunden und ein Kapitalanlagevolumen von rund 17 Milliarden Euro betreuen. Entsprechende Pläne waren im Juli durchgesiekt. Bloomberg hatte damals gemeldet, Athora prüfe „strategische Optionen“ für sein Deutschlandgeschäft. Interesse an Athora zeigte auch der Asset Manager Ikav. Der Abschluss der Übernahme steht für Mitte 2027 an.

Dr. Christian Wrede, CEO der Frankfurter-Leben-Gruppe, kann sich als Gewinner feiern. Nach der Übernahme der Athora Deutschland hat er einen großen Wettbewerber weniger. Dr. Peter-Henrik Blum-Barth verantwortet bei der Frankfurter Leben als Vorstand und Chief Investment Officer die Kapitalanlagen. In Deutschland werden von der Athora-Gruppe zurzeit über 133.000 Lebensversicherungsverträge verwaltet. Das Kapitalanlagevolumen beläuft sich auf einen Buchwert von rund 3,9 Milliarden Euro (Stand: 31. Dezember 2024). Die Athora Lebensversicherung verwaltet die Bestände der ehemaligen Delta Lloyd Lebensversicherung, vormals Berlinische, und der Hamburger Lebensversicherung.

Mit dem Erwerb der Athora Deutschland sieht sich die 2015 gegründete Frankfurter-Leben-Gruppe in ihrer Position als Spezialistin für Bestandsmanagement gestärkt und trägt nach eigener Auffassung zur Marktkonsolidierung bei. Die DWS Group soll die Transaktion „als langfristiger Finanzierungspartner begleiten und strategisch mit der Frankfurter Leben zusammenarbeiten“.

Deutsche-Bank-Tochter wird Finanzierungspartner

Der Vermögensverwalter der Deutschen Bank werde als strategischer Finanzierungspartner einen niedrigen bis mittleren zweistelligen Millionen-Euro-Betrag in ein Restricted-Tier-1-Kapitalinstrument der Frankfurter-Leben-Gruppe investieren und damit Hybridkapital zur Verfügung stellen.

Abgeblasen ist derweil ein anderer Run-off-Deal: Ende Juli 2026 meldete der „Versicherungsmonitor“, dass die R+V-Versicherung ihre Tochter-Gesellschaft Condor Leben nun doch nicht an den Investmentmanager Acatia Capital verkaufen wolle. Die Gespräche zwischen den beiden Parteien seien ohne Ergebnis beendet worden. Einen neuen Anlauf mit einem anderen Run-off-Anbieter solle es nicht geben. tbü

Atempause für Branicks

Die Hiobsbotschaften vom Immobilienmarkt reißen nicht ab. Vor kurzem wurden die Insolvenzen des Projektentwicklers Pandion und der TTL Beteiligungs- und Grundbesitz-AG bekannt. Bei TTL kam es seitens der Helaba Invest zu einer außerordentlichen Kündigung von Inhaberschuldverschreibung im Gesamtnennbetrag von 10,5 Millionen Euro. Gesellschaftlich und personell verschachtelt und verwoben ist TTL mit der Branicks Group, also der ehemaligen DIC Asset AG. Branicks gelang es jedoch nun, sich finanziell zunächst einmal Luft zu verschaffen. Laut Branicks konnte man sich mit einer Gruppe von Gläubigern des am 22. September fälligen Green Bonds mit einem derzeit ausstehenden Nennbetrag von 400 Millionen Euro sowie einer Gruppe von Gläubigern ihrer Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen mit einem derzeit ausstehenden Gesamtnennbetrag von 179,5 Millionen Euro mit Fälligkeiten zwischen 2026 und 2031 auf Verlängerungen und Restrukturierungen einigen.

Restrukturierung sieht Zinsen in Höhe von 15 Prozent vor

Insgesamt erhalten die Gläubiger neue Instrumente mit einem Gesamtwert von 594,5 Millionen Euro. Diese bestehen aus Senior-Secured- beziehungsweise Subordinated-Principal-Instrumenten mit Laufzeiten bis zum Jahr 2030 beziehungsweise bis zum Jahr

2038 und jährlichen Verzinsungen von 7,5 Prozent beziehungsweise 15 Prozent. Am 18. August 2026 stimmten die Gläubiger der Anleihe den Beschlüssen zur Wahl eines gemeinsamen Vertreters und zur Verlängerung der Laufzeit zu.

Branicks-Anteile verloren 94 Prozent – und viele Investoren

Die Branicks Group selbst ist ebenfalls börsennotiert. Über zehn Jahre verloren die Branicks-Aktien 85 und über fünf Jahre 94 Prozent. Von den institutionellen Investoren, die über die Deutsche Immobilien Chancen AG & Co. KGaA in Branicks investiert waren, suchten und fanden fast alle den Ausstieg. Anfang 2016 waren in dieser Beteiligungsgesellschaft die Versicherungskammer Bayern, die RAG-Stiftung, die Nordrheinische Ärzteversorgung, die VGH Versicherungen und die SV Sparkassen-Versicherung involviert. Heute noch direkt an Branicks beteiligt ist mit zehn Prozent die RAG-Stiftung.

Die Zukunft wird mit Blick auf die Zinszahlungen nicht einfach. Die Analysten von SRC sehen Branicks auf einem langen, steinigen Weg, den man künftig ohne CEO Sonja Wärntges und Aufsichtsrat Prof. Gerhard Schmidt geht. Das Ziel von SRC für den Aktienkurs: ein Euro. pe

Jeden Montag und Mittwoch
Alles was wichtig ist für institutionelle Investoren

NEWSFLASH

Newsletter kostenlos abonnieren



portfolio
institutionell

Munich Re steigt bei US-Wind aus und bei Glasfaser ein

Die Munich Re geht US-Windparks short und belgische Glasfaser long. Im August wurde bekannt, dass die Rückversicherung über ihren Vermögensmanager Meag ihre aus dem Jahr 2017 stammende Minderheitsbeteiligung an zwei texanischen Windparks – Horse Creek und Electra – an Miteigentümer Ardian verkauft hat. Nun ist der Asset Manager alleiniger Eigentümer.

Auf der Käuferseite war die Munich Re dagegen bei einem digitalen Infrastruktur-Asset. Wieder über die Meag stellten die Rückversicherung und weitere institutionelle Investoren eine Finanzierung für das Joint Venture Wyre bereit. Wyre bilde Festnetz-Infrastrukturanlagen in Flandern und Brüssel ab und betreibe dort die führende passive Breitbandinfrastruktur. Wie die Meag informiert, stehen die von ihr betreuten Investoren im Rahmen der Transaktion für einen mittleren dreistelligen Euro-Millionen-Betrag. Insgesamt beläuft sich die Finanzierung auf 4,35 Milliarden Euro.

Die Einnahmen von Wyre basieren auf langfristigen Wholesale-Vereinbarungen mit führenden Telekommunikationsanbietern in Belgien. Diese Verträge schaffen eine stabile Grundlage für planbare Cashflows und unterstützen die weitere Entwicklung der Plattform. Michael Kittle, Head of Infrastructure Debt der Meag: „Wyre nimmt eine entscheidende Rolle in der digitalen Infrastrukturlandschaft Belgiens ein und verfügt über eine starke Marktposition sowie vertraglich gesicherte langfristige Erträge. Diese Investition stärkt unser Portfolio hochwertiger Core-Infrastrukturanlagen und spiegelt unseren disziplinierten Ansatz wider, Kapital in Infrastrukturunternehmen zu investieren, die unseren Investoren stabile inflationsresistente Renditen ermöglichen.“

Anders als die Munich Re vergibt die Software AG Stiftung, SAGST, dagegen lieber Eigenkapital für einen Windpark in Gifhorn. Der Windpark Teschendorf erzeugt mit fünf Windenergieanlagen von Enercon eine Leistung von 21 Megawatt. Erworben hat den Park die KGAL im Rahmen ihres Individualmandats vom Projektentwickler Energiequelle. 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.

Grünstrom aus Gifhorn

„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.

KGAL-Portfoliomanager Konrad Lindner 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 erwarb die KGAL im vergangenen Jahr einen Solarpark in Spanien. Teil des Infrastrukturmandats sind auch Windparks in Rheinland-Pfalz. *tbü/pe*

Altersvorsorge-Depot: Scalable Capital unterbietet Bund

Noch etwas mehr als vier Monate, dann startet die neue staatlich geförderte Altersvorsorge. Mit Spannung wird erwartet, wer mit welchem Angebot an den Start geht, um die Millionen der Sparer einzusammeln. Aus der Deckung wagte sich nun Scalable Capital. In der Bild-Zeitung kündete der Chef des Neobrokers, Erik Podzuweit, ein Standarddepot an, bei dem die Effektivkosten für die ETFs bei maximal 15 Basispunkten liegen. Für Konto, Depot, Sparpläne sowie Käufe und Verkäufe sollen keine Gebühren anfallen. Dies ist überraschend wenig. Schließlich ging man davon aus, dass die Preisvorstellungen eines privaten Anbieters zwischen dem geplanten staatlichen Angebot von 20 Basispunkten und dem Kostendeckel von 100 Basispunkten liegen.

Dass der Staat mitmischen will, sorgte in der Branche für Kritik. Der GDV sieht ein staatlich organisiertes Standarddepot in öffentlicher Trägerschaft, mit dem der Staat erstmals als Anbieter auftritt,

kritisch. Der BVI wiederum sieht in einem staatlichen Angebot eine Wettbewerbsverzerrung in Form von Kostenvorteilen und Vertrauensvorschüssen. Erhebliche Kostenvorteile könnten laut BVI darauf basieren, dass das staatliche Produkt von Beamten verwaltet wird, die vom Steuerzahler finanziert werden. Der Vertrauensvorschuss liege darin, dass der Staat krisenbedingte Verluste ausgleichen wird. Diese Annahme ist nicht unbegründet, schließlich sind Sparer auch Wähler. Ein staatliches Angebot im privaten Markt ist für den BVI daher ein Irrweg.

Preiskampf statt Wettbewerbsverzerrung

Mit dem Vorpreschen von Scalable Capital sieht es nun aber nicht nach staatlicher Wettbewerbsverzerrung, sondern eher nach einem ruinösen Preiskampf aus. Spannend wird nun, wer als nächstes welche Karten aufdecken wird. *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

3. 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

Lutz Horstick steigt bei der ÄVWL auf



Der Vorstand der Ärztekammer Westfalen-Lippe hat auf Vorschlag des Verwaltungsausschusses der Ärzteversorgung Westfalen-Lippe (ÄVWL) mit Wirkung zum 1. August 2026 Lutz Horstick in die hauptamtliche Geschäftsführung des Versorgungswerkes berufen. Horstick hat nun die Leitung des

Geschäftsbereichs Kapitalanlage übernommen und folgt damit auf Markus Altenhoff, der sich aus gesundheitlichen Gründen zurückziehen muss. Horstick, zuletzt Leiter der Abteilung Wertpapiere und Darlehen, arbeitet seit 2011 bei der ÄVWL.

pe

Versorgungswerk verbreitert Geschäftsführung

Das Versorgungswerk der Rechtsanwälte im Lande Nordrhein-Westfalen stellt sich in der Geschäftsführung breiter auf. Seit August führen Rechtsanwältin Susanne Prossliner, die bislang alleinige Geschäftsführerin gewesen ist, und Rechtsanwalt Dr. Stefan Zajonz gemeinsam die Geschäfte des Versorgungswerks mit Sitz in Düsseldorf. Prossliner ist nunmehr Sprecherin der Geschäftsführung und zuständig für Kapitalanlagen und Personal. Dr. Zajonz, bislang einer von zwei stellvertretenden Geschäftsführern, übernimmt die Verantwortung für den Versicherungsbetrieb/IT und das Risikomanagement. René Looser bleibt stellvertretender Geschäftsführer für Kapitalanlagen.

tbü

Anselm Wagner rückt auf

Das Bayerische Staatsministerium des Innern, für Sport und Integration hat zum 1. Juli Anselm Wagner zum stellvertretenden Vorstandsmitglied der Bayerischen Versorgungskammer bestellt. Wie die „Kammer“ mitteilt, hatte der 54-Jährige seit 1999 verschiedene Führungspositionen inne. Seit 2018 verantwortet Wagner als Bereichsleiter Wertpapiermanagement die strategische und operative Steuerung der Wertpapieranlagen.

pe

Pro AM unter neuer Führung

Zum 1. August hat es in der Geschäftsführung der Provinzial Asset Management GmbH (Pro AM) einen Wechsel gegeben. Dr. Ulrich Scholten, Finanzvorstand der Provinzial Holding AG, und Patrick Köper, Bereichsleiter im Provinzial-Konzern, sind in das Gremium eingezogen. Während Scholten dort nun zusätzlich zu seiner Funktion als Holding-Vorstand den Vorsitz der Geschäftsführung der Pro AM inne hat, steigt Köper als Geschäftsführer in den Bereich „Middle und Back Office“ ein. Er übernimmt die Verantwortung für Investmentstrategie, SAA, Kapitalanlage-Controlling und Rechnungswesen/Bilanzen. Ausgeschieden – und zwar laut Pressemitteilung „auf eigenen Wunsch“ – ist der bislang Vorsitzende der Geschäftsführung, Dr. Christoph Heidelberg.

pe

Zwischen US-Skylla und Chinarybdis

Kapitalanleger mögen den Eindruck haben, sich immer zwischen verschiedenen Übeln entscheiden zu müssen. Betörende Schulden-Sirenen machen das Entscheiden und Navigieren nicht einfacher. Darum: Reisen Sie am 11. März 2027 zur Jahreskonferenz und den Awards von portfolio institutionell nach Berlin und ersparen Sie sich so eine jahrelange Odyssee über die Kapitalmärkte.

Die Renditen von Treasury-Langläufern klettern mit über fünf Prozent auf ein zuletzt vor 20 Jahren erreichtes Rekordhoch, allorts steigen die Schuldenpegel, die Zweifel an den sicheren Häfen und am Diversifikationspotenzial von Staatsanleihen sowie der Reformfähigkeit von Staaten wachsen – kommt jetzt die nächste große Krise? Das große Informationsgewirr verleitet dazu, von Tag zu Tag zu denken, mindestens aber bis zum 11. März, wenn die portfolio institutionell Jahreskonferenz steigt. Mit Blick auf all die wirtschaftlichen und vor allem geopolitischen Unwägbarkeiten steht das nächste große Event für die institutionelle Anlegerschaft kurz und bündig unter folgendem Leitstern:

Global zwischen US-Skylla und Chinarybdis

National die Schulden-Sirenen

Strategische Allokation bei schwieriger Navigation

1. Warum Geopolitik, Schulden und Regulatorik klassische Risk-off-Rezepte zunehmend untauglich machen
 2. Wie Rentenreform, Infrastrukturpaket und Staatsverschuldung Kapitalströme und Risiko-Rendite-Profile verändern
 3. Was veränderte Kapitalzyklen für die Allokation bedeuten – und wie Kooperationen kleinere Kapitalanleger handlungsfähig halten
- PS: Um was es auch geht: Rendite, Robustheit und Resilienz

Das große Schuldenmachen hat nach den Staaten nun auch die Privatwirtschaft erfasst. Ökonomisch betreten die Kapitalmärkte mit dem auf Pump finanzierten KI-Boom Terra Incognita. Wer bezahlt die Rechnung und geht diese auf? Wenn ja, für wen? Man darf gespannt sein. Nach wie vor demonstriert auch die US-Administration – nahezu täglich (!) – ihr großes Überraschungspotenzial – sehr zur Erheiterung von Trumps Amtskollegen in

Peking, Moskau oder Pjöngjang. Dies alles führt zu einer Allokation ohne Autopilot beziehungsweise zum großen Bedarf, sich zunächst einmal einen Überblick über das Geschehen zu verschaffen und die Basics mit folgenden W-Fragen zu klären: Wie funktioniert Diversifikation, wenn Renditen von Staatsanleihen steigen? Wer kann helfen? Wo kann man sich verstecken? Was bedeutet KI für eine Kapitalsammelstelle? Welches Risikomanagementsystem bildet Donald Trump ab? Da sich all diese Fragen stellen, ergibt sich zumindest eine klare Antwort auf folgende Frage: Warum man nämlich zur Jahreskonferenz gehen muss.

Am 11. März in Berlin adressieren wir das wirtschaftliche und geopolitische Tohuwabohu unter anderem mit einem großen Strategiepanel, einer Risikomanagement-Diskussionsrunde sowie Panels zu Anleihen, Aktien, Emerging Markets, Infrastruktur, Immobilien und Nachhaltigkeit. Dann läuft die Suche nach Rendite, Robustheit und Resilienz. Macht es Sinn, antizyklisch ans lange Ende zu gehen und sich 30 Jahre lang über fünf Prozent zu sichern? Oder optimistisch mit Polen, Ungarn und eventuell Island das EU-Konvergenz-Thema zu spielen? Abhängig vom Abstimmungsergebnis auf Island nach Redaktionsschluss könnte auch dank Trump die EU-Mitgliederzahl steigen – so wie schon Putin tatkräftig die Nato-Mitgliederzahl erhöhte. Auf dem Aktienmarkt sollte man sich Gedanken zu besseren Benchmarks oder sonstigen Beta-Alternativen machen. Was gibt es abseits der gehypten KI-Gewinner? Spoiler: ganz viel in den Emerging Markets, bei Small Caps und im Value-Segment. Nach wie vor ganz viel zu bieten haben selbstredend auch die Private Markets. In der Anlageklasse Infrastruktur ist unter anderem relevant, wie man sein Geld in Batteriespeicher und diese wiederum ans Netz bekommt. Im Immobilienportfolio braucht es dagegen nach wie vor dringend Ideen, wie man energetische Sanierungen stemmt und überhaupt, wie diese Asset-Klasse in diesem Zinsumfeld funktionieren soll.

Ideen und Innovationen von Investoren werden am 11. März 2027 nicht nur diskutiert, sondern auch ausgezeichnet. Die besten der Besten prämiieren und rufen wir wieder traditionell am Abend während der Feierlichkeiten der portfolio institutionell Awards aus.

Seien Sie unser Gast und werfen Sie Ihren Hut in den Ring. Wie die Vergangenheit gezeigt hat, fanden die größten Anlagekatastrophen ohne Teilnehmer der portfolio-institutionell Awards statt! Ihre Teilnahme lohnt sich also auf jeden Fall.

Außerdem gibt es viele Chancen zwischen US-Skylla und Chinarybdis, die sich auf der Jahreskonferenz entdecken lassen, und viele Möglichkeiten, das Risikomanagement zu optimieren – auch ohne Odyssee auf den Kapitalmärkten und hoffentlich auch ohne Irrfahrten auf Ihrer Hin- und Rückreise mit der Bahn.

portfolio institutionell



Mehr als eine Beimischung: Private Markets!

Machen hohe Renditen für sichere Anleihen Private Markets überflüssig? Im Gegenteil: Mehr denn je werden die Beteiligungsfonds als Diversifikator im Portfolio benötigt. Jetzt Quoten aufzubauen, könnte sich als günstiger Zeitpunkt erweisen. Mehr dazu erfahren Sie von ausgewiesenen Experten auf dem Private Markets Forum am 24. November in Düsseldorf.

Wozu eigentlich Private Markets? Zwei gängige Argumente lauten Illiquiditätsprämie und Diversifikation. Für bilanzsensitive Investoren ist vor allem die Illiquiditätsprämie attraktiv, wobei sich diese nicht unbedingt in einer Überperformance zu liquiden Assets misst, sondern vor allem darin liegt, dass was Illiquides nicht im Wert schwankt, die Volatilität im Idealfall also gegen null geht. In der Praxis hat sich in den vergangenen Jahren allerdings gezeigt, dass Bewertungen durchaus schwanken können, und zwar dummerweise auch nach unten. Außerdem – und ebenfalls nicht mehr tolerierbar – zeigte sich, dass die Illiquiditätsprämie auch negativ sein kann: Mit der Performance des MSCI

PRIVATE MARKETS FORUM

World und des S&P 500 konnten die meisten Private-Equity-Fonds, selbst vor Kosten, nicht mithalten. LP-Lessons learned: Das Ambitionsniveau muss auf deutlich positive Illiquiditätsprämien beziehungsweise das Top Quartile der Fonds abzielen.

Lebensversicherer hat über ein Drittel in Alternatives

Und die Diversifikation? Beim Zinsanstieg 2022 hat die Diversifikation zwischen Anleihen und Aktien nicht funktioniert, und das droht auch heute. Umso mehr spricht für die Beimischung von Private Markets. Dementsprechend informieren die Experten von Schroders: „Private Märkte können ein traditionelles 60/40-Portfolio diversifizieren und aufwerten. Private Assets können das Risiko-Rendite-Verhältnis verbessern und so bestimmte Anlegerziele erreichen.“ Flossbach von Storch wiederum billigt Private Equity zu, eine bewusst gewählte Beimischung für liquide Aktienanlagen sein zu können.

Doch warum sollte ein klug zusammengestelltes Private-Markets-Portfolio mit guten bis sehr guten General Partnern nur eine Beimischung sein? Dies hat sich anscheinend auch die Allianz Leben gefragt. Deutschlands größter Lebensversicherer fuhr in Q1 eine Kapitalanlage bei der alternative Anlagen auf eine Quote von 36 Prozent beziehungsweise knapp 100 Milliarden Euro. Inkludiert hat die Versicherung in die alternativen Anlagen Erneuerbare Energien, Infrastruktur und Private Equity, die auf insgesamt zwölf Prozent kommen, sowie die sich auf neun Prozent belaufende Immobilienquote, Mittelstandsfinanzierungen und andere Private-Debt-Engagements und gewerbliche Immobilienfinanzierungen.

Nun muss nicht jeder in der Allianz Leben ein passendes Vorbild sehen. Die Versicherung zeigt aber, dass sich ein bilanzsensitiver Solvency-II-Anleger nicht mit langlaufenden Staatsanleihen und Pfandbriefen begnügen muss, sondern im Gegenteil auch eine Family-Office-artige Private-Markets-Quote fahren kann. „Alternative Anlagen“, so die Lebensversicherung, „eignen sich aufgrund ihres langfristigen Investitionscharakters und der stabilen Renditen hervorragend für Altersvorsorgeprodukte“. Damit eröffne man den Kunden „die Chance auf Renditen, die deutlich über denen von Bundesanleihen liegen“. Alternatives würden somit weiter „eine wichtige Säule im Sicherungsvermögen von Allianz Leben“ bleiben. Der künftige Fokus liege verstärkt auf der direkten Infrastruktur- und Immobilienfinanzierung.



Der Zeitpunkt, jetzt verstärkt Alternatives zu allokalieren, scheint insbesondere für Private Equity günstig. Marktdaten beispielsweise von Pitchbook geben Hoffnung auf verbesserte Rahmenbedingungen. Wer mehr zu Private Markets und Private Equity erfahren will, darf sich ab sofort für unser Private Markets Forum 2026 am 24. November in Düsseldorf anmelden. Dort diskutieren wir mit erfahrenen LPs und ausgesuchten GPs sinnvolle Allokationen, Secondaries, Private Credits, Infrastruktur und mit der GP-Selektion eine ganz entscheidende Weichenstellung – sehr gern auch mit Ihnen! Wir freuen uns auf Ihr Zeit-Commitment.

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



Die Wüste lebt

Von Tobias Bürger

Wer unfruchtbare Landstriche rekultivieren und dabei Geld verdienen möchte, benötigt einen zuverlässigen Wasserzugang auf dem Grundstück. Außerdem sind finanzkräftige Partner gefragt. Ein Großanleger, der die Zeichen der Zeit erkannt hat, ist La Caisse. Auf dem Weg zu mehr Klimaschutz und Diversifikation scheuen die Kanadier keine Mühen.

Die Anlageuniversum institutioneller Investoren dehnt sich weiter aus. Das zeigen die Pläne von La Caisse aus Kanada und des privaten australischen Agrar- und Gartenbau-Investmentunternehmens Go Farm (Eigenschreibweise: GO.FARM). Im Juli gaben sie eine strategische Partnerschaft bekannt, um in hochwertige und dauerhafte Gartenbaukulturen (high-value permanent horticulture) in Australien zu investieren.

Unter sogenannten Dauerkulturen im Gartenbau versteht man den Anbau mehrjähriger Pflanzen, die über Jahre hinweg auf der Fläche verbleiben und Erträge liefern. Dieses Anbauverfahren orientiert sich an natürlichen Ökosystemen und soll eine nachhaltige und pflegeleichte Lebensmittelproduktion im industriellen Maßstab ermöglichen.

Die im Jahr 1965 gegründete La Caisse verwaltet Gelder von 48 institutionellen 48 Kunden. Dabei handelt es sich überwiegend um Pensions- und Versicherungssysteme in der Provinz Québec. Gestützt durch deren Mittelzuflüsse ist La Caisse in die Elite der Pension Funds aufgestiegen. In der Statistik des Thinking Ahead Institute belegt sie einen Platz in den Top Ten. In Kanada ist sie die Nummer zwei der Pension-Fund-Szene hinter dem mächtigen

Canada Pension Plan. Insgesamt verfügt die Anlegergruppe heute über ein Nettovermögen von 517 Milliarden kanadischen Dollar (Stand: 31. Dezember 2025, umgerechnet rund 321 Milliarden Euro).

Als weltgewandter Großanleger unterhält La Caisse Standorte in bedeutenden Städten rund um den Globus, darunter London und Paris und investiert breit diversifiziert in Aktien, Anleihen, Immobilien und Infrastruktur sowie Private Equity und Private Credit. Bis in das vergangene Jahr hinein trat La Caisse als Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) auf, bevor der Name gestrafft wurde. Seit Juni 2025 firmiert sie nur noch unter dem Namen „La Caisse“. Diesen trägt seither auch das Immobilienportfolio der Kanadier, das zuvor als „Ivanhoé Cambridge“ bekannt gewesen ist.

Wertschöpfung auf dem Boden der Tatsachen

Im Rahmen der nun vorgestellten Partnerschaft mit Go Farm bringt La Caisse Eigenkapital in Höhe von 300 Millionen australischen Dollar ein. Das entspricht etwa 184 Millionen Euro. Hinzu kommen 30 Millionen Dollar, die der Partner beisteuert. Er soll das Kapital verwalten und natürlich vermehren.

Zudem erwirbt La Caisse eine Minderheitsbeteiligung an der im Jahr 2013 von Liam Lenaghan gegründeten Go Farm, die heute ein Vermögen von rund 1,6 Milliarden Dollar betreut. Das Unternehmen mit Sitz in Cremorne, einem Vorort von Melbourne im Bundesstaat Victoria, wirbt mit seiner Expertise, ineffizient genutzte Land- und Wasserressourcen in leistungsstarke, investitionswürdige Agrarbetriebe umwandeln zu können. Das betrifft



insbesondere die eingangs erwähnten Dauerkulturen – wobei besonderes Augenmerk auf Wassereffizienz und klimafreundliche Systeme gelegt werde. „Unsere Expertise liegt in der Umgestaltung der Landnutzung, der Neuausrichtung von Vermögenswerten sowie in Investitionen in Menschen, Technologie, Produktivität und Nachhaltigkeit“, wie auf der Homepage der Südaustralier nachzulesen ist. Und anhand von Vorher-Nachher-Vergleichen kann man sich einen optischen Eindruck davon verschaffen, wie das Konzept in der Praxis funktioniert: Aus kargen Landstrichen und wüstenartigen Einöden werden fruchtbare Plantagen auf denen Kulturpflanzen gedeihen.

Go Farm pflegt in seiner australischen Heimat enge Beziehungen zu institutionellen Investoren – darunter befindet sich mit dem Australian Retirement Trust einer der größten Pensionsfonds des Landes. Er verwaltet Altersvorsorgegelder in Höhe von mehr als 370 Milliarden Dollar für rund 2,4 Millionen Mitglieder. In „Down Under“ pflegen sie zudem enge Beziehungen zu Family Offices und vermögenden Privatinvestoren.

Dass die Großanlegerin aus dem fernen Quebec – die kürzeste Entfernung nach Melbourne beträgt ungefähr 16.940 Kilometer – nun mit Go Farm zusammenarbeitet, ist Teil eines ausgefeilten Plans, den die Nordamerikaner zielstrebig verfolgen. Sie diversifizieren ihre Kapitalanlagen in Agrarflächen und Wald, wobei ökologische Gesichtspunkte und der Wunsch nach Impact eine zentrale Rolle spielen. Aber auch hier werden die Risiken gestreut. Denn der Plan sieht vor, ein diversifiziertes Portfolio an australischen Dauerkulturen mit Bewässerung aufzubauen.

Widerstandsfähigere, klimafreundlichere Landwirtschaft

Das Potenzial für die Umwandlung karger Landflächen gilt als riesig. Nach Einschätzung von Emmanuel Jaclot, Leiter des Bereichs Infrastruktur und Nachhaltigkeit bei La Caisse, vereint Australien erstklassige landwirtschaftliche Ressourcen, starke Exportmärkte und bedeutende Möglichkeiten zur Flächenumgestaltung. Mit der Partnerschaft wollen die Kanadier „einen bewährten Betreiber, der über fundierte lokale Expertise und ein starkes Engagement für eine verantwortungsvolle Landwirtschaft verfügt“, unterstützen, wie Jaclot erklärte. „Gemeinsam wollen wir eine diversifizierte Plattform aufbauen, die darauf ausgerichtet ist, attraktive Chancen in einem Sektor zu nutzen, der für die weltweite Lebensmittelproduktion zunehmend an Bedeutung gewinnt.“

Die Partnerschaft mit Go Farm reiht sich ein in eine Kette von Kooperationen von La Caisse im Bereich der nachhaltigen Landwirtschaft in Australien. Im Vorjahr hatten die Kanadier bereits mit der Clean Energy Finance Corporation eine Agrarplattform mit einem Volumen von 250 Millionen Dollar ins Leben gerufen. Deren Ziel ist es, hochwertige australische CO₂-Emissionszertifikate zu generieren; der Rohstoffgigant Rio Tinto fungiert dabei als erster

Großabnehmer. Bei diesen Projekten werden zwei Aspekte verknüpft. Einerseits geht es um den Aufbau einer nachhaltigen Agrarproduktion, bei der andererseits die Vegetation wiederhergestellt werden soll. Dadurch lassen sich sogenannte Emissionsgutschriften generieren. Möglich wird das, weil die Projekte CO₂ binden. Man spricht dabei auch vom „Carbon Farming“. Gleichzeitig werden dadurch Bestrebungen des Agrarsektors unterstützt, in der globalen Netto-Null-Wirtschaft wettbewerbsfähig zu bleiben. Damit ist diese Investition für Emmanuel Jaclot ein „wichtiger Schritt zur richtigen Zeit, um eine widerstandsfähige und klimafreundliche Landwirtschaft in Australien voranzubringen und gleichzeitig messbaren ökologischen und wirtschaftlichen Mehrwert zu schaffen“. Der Leiter des Bereichs Infrastruktur und Nachhaltigkeit bei La Caisse ist überzeugt davon, dass diese Plattform mit der Clean Energy Finance Corporation über das Potenzial zur Skalierung verfügt.

Klimawirkung im großen Maßstab

Zum Portfolio von La Caisse gehören auch forstwirtschaftlich genutzte Grundstücke. Vor fünf Jahren gab der kanadische Pension Fund gemeinsam mit der US-amerikanischen Westervelt Company den Erwerb hochwertiger Kiefernwaldflächen mit einer Größe von rund 300 Quadratkilometern im Südosten des US-Bundesstaates Georgia bekannt. Zuvor befanden sich die Flächen fast ein Jahrhundert lang im Besitz und unter der Verwaltung von Superior Pine Products, einem dort ansässigen Familienunternehmen.

Die Anlageklasse Wald gewinnt auch bei institutionellen Investoren in Europa zunehmend an Bedeutung. Im vergangenen Jahr hatte APG Asset Management aus den Niederlanden im Auftrag des Stichting Pensioenfonds ABP über die Molpus Woodlands Group eine Mehrheitsbeteiligung an einem 70.000 Hektar großen Waldgebiet im Süden der USA erworben. Mit einem Gesamtwert von 462 Millionen Dollar war dieses Forstgeschäft eines der größten der vergangenen Jahre in den USA. Außerdem handelt es sich um die erste Investition von APG im Rahmen eines Private-Natural-Capital-Mandats von ABP. Dabei bedient sich der Investor einer sogenannten Impact-Only-Plattform. Diese ist darauf ausgelegt, langfristiges institutionelles Kapital für natürliche Vermögenswerte zu mobilisieren. Bei diesen Investments geht es insbesondere darum, attraktive finanzielle Renditen zu erwirtschaften und zugleich messbare Umweltergebnisse zu erzielen.

Wenn aus Einöden fruchtbare und ökologisch wertvolle Landschaften werden, ist das ganz im Sinne von Umwelt, Bevölkerung und Rentensparern. Denn auch unter finanziellen Gesichtspunkten tragen die Investments – im Portfoliokontext – Früchte. Der größte von der La Caisse verwaltete Fonds – der Basisplan des Québécois Rentensystems – erzielte im Vorjahr eine Rendite von 9,8 Prozent, über fünf Jahre hinweg waren es 7,8 Prozent p.a. und über zehn Jahre 8,0 Prozent. Die Nachhaltigkeit hat viele Dimensionen.

Wie Private Equity, Private Credit und US-Lebensversicherer ein neues Schattenbankensystem formen

Von Jens Kummer

Nach der Finanzkrise wanderten Kreditrisiken aus Bankbilanzen in Private Markets. US-Lebensversicherer in Private-Equity-Hand sind heute ein zentraler Kanal dieses Wandels: Sie kaufen private, illiquide und oft strukturierte Kredite, nutzen Ratings mit regulatorischer Kapitalwirkung und verlagern Risiken. Das ist nicht automatisch eine neue Lehman-Krise – aber es ist eine neue Risslinie des Kapitalmarkts. Auf diesem formen Private Equity, Private Credit und US-Lebensversicherer ein neues Schattenbankensystem.

Lebensversicherungen zählen zu den langweiligsten, aber auch wichtigsten Institutionen des Finanzsystems. Ihre Versprechen laufen oft über Jahrzehnte. Genau deshalb sind sie für Anbieter von Private Equity und Private Credit so attraktiv: Die Prämien und Anlagereserven stellen langfristiges Kapital dar, das sich in illiquide Kredite und strukturierte Anlagen investieren lässt.

Das klassische Modell war einfach: Versicherer sammelten Prämien ein, kauften überwiegend liquide Staats- und Unternehmensanleihen, hielten Kapitalpuffer vor und zahlten Leistungen aus. Das neue Modell ist komplexer. Ein Private-Equity-Haus kann zugleich Eigentümer des Versicherers, dessen Asset Manager, Betreiber von Kreditplattformen und Strukturierer der vom Versicherer erworbenen Anlagen sein. Der Versicherer verschafft dem integrierten Konzern dauerhaftes Anlagekapital, einen konzernnahen Absatzkanal für selbst originierte Private-Market-Produkte und Skalenvorteile bei Origination, Strukturierung und regulatorischem Know-how. Aus Versicherungsnehmer-Sicht ist das zentrale Problem nicht Private Credit, sondern die Kombination aus Intransparenz, Interessenkonflikten, Ratings und illiquiden Vermögenswerten.

Gemäß einem Working Paper der Federal Reserve Bank of Chicago stieg das Volumen privater Platzierungen in den Bilanzen von US-Lebensversicherern von 386 Milliarden US-Dollar im Jahr 2014 auf 849 Milliarden US-Dollar im Jahr 2024, während ihr Anteil an den gesamten General-Account-Assets im selben Zeitraum von zehn auf 14 Prozent stieg. Auch andere Quellen bestätigen diesen Trend. Laut Moody's hielten US-Lebensversicherer Ende 2025 private und illiquide Fixed-Income-Anlagen im Umfang von 807 Milliarden Dollar, gegenüber 685 Milliarden Dollar ein Jahr zuvor. S&P Global Market Intelligence kommt zu einem ähnlichen Ergebnis: Demnach machten Private Placement Bonds im Jahr 2025 bereits 23,4 Prozent der gesamten zugelassenen Anleihebestände von US-Lebensversicherern aus, nachdem ihr Anteil im Jahr 2021 noch bei 18,3 Prozent gelegen hatte.

Der Versicherer als Kapitalmaschine

Die Chicago-Fed-Studie zeigt, dass Private-Equity-kontrollierte Versicherer den Strukturwandel treiben. PE-kontrollierte Life Insurers hielten 2024 zwar rund 14 Prozent der General-Account-Assets der Branche. In den neueren, besonders relevanten Segmenten – Financial Private Placements und ABS Private Placements – lag ihr Anteil jedoch bei über 40 Prozent. Das ist der Kern des Problems. Es geht nicht nur darum, wer den Versicherer besitzt. Es geht darum, ob derselbe Konzern gleichzeitig die Produkte strukturiert, die Kapitalanlage steuert und die Kreditplattform betreibt – und damit mehrere Stufen der Wertschöpfungskette kontrolliert. In dieser Konstellation ist der Versicherer nicht mehr nur Risikoträger für Versicherungsnehmer, sondern auch ein „Captive Balance Sheet“ für die Private-Equity-Unternehmen.

Die Debatte bleibt abstrakt, solange nicht sichtbar wird, welche Versicherungsplattformen gemeint sind. Dabei ist wichtig zu unterscheiden: Einige Plattformen sind vollständig in einen alternativen Asset-Manager-Konzern integriert; andere sind über Asset-Management-, Rückversicherungs- oder Sidecar-Vereinbarungen eng angebunden. Für die Kapitalmarktanalyse ist beides relevant, weil in beiden Fällen langfristige Versicherungs- und Rentengelder zu einem dauerhaften Kapitalpool und einem stabilen Absatzkanal für Private Credit, Asset-Backed Finance und andere Privatmarktstrategien werden können.

Die Übersicht auf dieser Seite ist keine vollständige Rangliste aller US-Lebensversicherer. New York Life, Northwestern Mutual, Prudential oder MetLife sind in vielen Segmenten größer, aber nicht in Private-Equity-Hand. Die Tabelle konzentriert sich auf große US-Lebens-, Renten- und Rückversicherungsplattformen mit klarer Private-Equity- oder Private-Capital-Anbindung. Die Kennzahlen sind aufgrund verschiedener Definitionen (total assets, invested assets, insurance assets oder AuM) nur grob vergleichbar.

Athene/Apollo: Fallstudie einer neuen Architektur

Der öffentlich am intensivsten diskutierte Fall ist Athene, der große Rentenversicherer im Apollo-Ökosystem. Der ehemalige Wall-Street-Analyst und heutige Finanzpublizist Rod Dubitsky argumentiert in einer aktuellen Analyse, dass Athene wirtschaftlich wesentlich stärker gegenüber Apollo-Assets exponiert sei, als die formalen Kategorien „affiliated“ oder „related party“ erkennen lassen. Seiner Darstellung zufolge sollen 75 Prozent der Athene-Assets von Apollo stammen, während nach regulatorischer Kategorisierung nur 17 Prozent als „affiliated“ ausgewiesen würden.

Diese These ist keine neutrale Behördenfeststellung, sondern eine kritische Marktanalyse. Sie ist dennoch relevant, weil sie den entscheidenden Punkt sichtbar macht: Der Blick auf formale Bilanzkategorien kann zu eng sein, wenn ein großer Teil der Wertschöpfungskette – Origination, Strukturierung, Rating, Asset Management, Versicherungskapital – in einem gemeinsamen Ökosystem stattfindet.

Private Credit wird für Versicherungsunternehmen vor allem dann attraktiv, wenn der Kredit regulatorisch günstig behandelt wird. Dafür sind Ratings entscheidend. Ein Investment-Grade-Rating senkt die Kapitalbelastung. Der wirtschaftliche Anreiz ist offensichtlich: Wer ein illiquides oder strukturiertes Produkt so bauen kann, dass es ein gutes Rating erhält, macht es für regulierte Versicherer leichter investierbar.

In der Debatte sind zwei Dreiergruppen wichtig. Die klassischen „Big Three“ – S&P Global Ratings, Moody's Ratings und Fitch Ratings – vergeben neben öffentlichen Ratings auch private beziehungsweise unveröffentlichte Ratings. Daneben haben im Private-Credit-Boom kleinere Credit Rating Provider an Bedeutung gewonnen, insbesondere Egan-Jones Ratings, KBRA (Kroll Bond Rating Agency) und Morningstar DBRS. Gerade diese zweite Gruppe steht im Zentrum der jüngeren Kontroverse, weil private Ratings für Versicherungsportfolios regulatorisches Kapital beeinflussen und nicht derselben laufenden Marktüberprüfung unterliegen wie öffentlich gehandelte Bonds.

Ratings: Das Sicherheits-Label ist Teil des Geschäftsmodells

Die bisherige Diskussion konzentrierte sich vor allem darauf, dass private Platzierungen innerhalb derselben Ratingkategorien tendenziell eine etwas schwächere Kreditqualität aufweisen als

Große PE-/Private-Capital-nahe US-Versicherungsplattformen

Versicherungsplattform	PE-/Private-Capital-Partner	Verbindung und Größenordnung
Athene	Apollo	Athene ist die zentrale Renten- und Lebensversicherungsplattform im Apollo-Ökosystem. Athene nennt für den 31. März 2026 397 Mrd. USD gross invested assets.
Global Atlantic	KKR	Seit Januar 2024 ist Global Atlantic eine 100-Prozent-Tochter von KKR und operiert als eigenständiges Versicherungsgeschäft innerhalb von KKR. Die Bilanzsumme lag Ende März 2026 bei rund 275 Mrd. USD.
Brookfield Wealth Solutions, u. a. American National und American Equity	Brookfield Asset Management	Brookfield Wealth Solutions berichtet rund 135 Mrd. USD insurance assets und 16 Mrd. USD group capital.
Fortitude Re	Carlyle-geführtes Konsortium, u. a. Carlyle und T&D	Fortitude Re ist eine große Rückversicherungsplattform; Carlyle ist Investor und strategischer Partner. Medienberichte nannten rund 105 Mrd. USD Assets.
F&G Annuities & Life	Blackstone als Asset-Management- und Rückversicherungspartner	F&G ist nicht vollständig PE-owned, hat aber eine langjährige Blackstone-Anbindung und kündigte 2025 ein durch Blackstone-Fonds unterstütztes Rückversicherungsvehikel mit rund 1 Mrd. USD Kapitalzusagen an.
Everlake Life	Blackstone	Die frühere Allstate Life wurde 2021 von Blackstone-verwalteten Einheiten übernommen und in Everlake umbenannt; Everlake nennt rund 24 Mrd. USD AUM.

Größenangaben sind aufgrund unterschiedlicher Definitionen nur als Orientierung zu verstehen

Quelle: Eigene Darstellung; © portfolio institutionell

öffentlich gehandelte Anleihen. Die Chicago Fed hatte bereits Hinweise darauf gefunden, dass sich diese Unterschiede in einer Verschiebung um mehrere Rating-Notches niederschlagen können. Die entscheidende Frage blieb jedoch unbeantwortet: Bedeutet ein identisches Rating bei privaten und öffentlichen Anleihen tatsächlich dasselbe Risiko?

Privat geratete Anleihen sind überbewertet

Die neue Columbia-Studie „Rating Without Market Discipline“ liefert darauf eine bemerkenswert klare Antwort. Die Autoren Li, Oh und Ricciardi zeigen, dass privat geratete Anleihen trotz identischer regulatorischer Einstufung später deutlich häufiger Wertminderungen erleiden als öffentlich geratete Titel. Über alle Ratingklassen hinweg sind privat geratete Anleihen etwa doppelt so häufig von Wertminderungen betroffen, wobei die Unterschiede insbesondere in Teilen des unteren Investment-Grade- und High-Yield-Bereichs ausgeprägt sind. Gleichzeitig werden diese Titel seltener herabgestuft. Die Autoren schätzen, dass die beobachtete Risikodifferenz einer Überbewertung von rund 2,5 bis 3,3 Rating-Notches entspricht. Würden diese Risiken adäquat berücksichtigt, müssten US-Lebensversicherer jährlich rund 4,5 Milliarden US-Dollar zusätzliches regulatorisches Kapital vorhalten.

Die Studie liefert damit starke empirische Hinweise darauf, dass private Ratings Kreditrisiken systematisch zu optimistisch einschätzen und die regulatorischen Kapitalanforderungen entsprechend zu niedrig ausfallen könnten. Damit erhält die Ratingdebatte eine neue Qualität. Es geht nicht nur um einzelne Fehlratings. Es geht um die Frage, ob private Ratings dieselbe Informationsqualität besitzen wie öffentlich beobachtete Ratings – oder ob sie in einem Markt ohne Handelsdisziplin und ohne breite Publizität systematisch zu optimistisch ausfallen.

Offshore-Rückversicherung: Der zweite Schleier

Neben den Assets spielt die Passivseite eine zentrale Rolle. Rückversicherung kann legitimes Risikomanagement sein. Sie wird

problematisch, wenn Verpflichtungen an verbundene Rückversicherer in Offshore-Jurisdiktionen verlagert werden und Außenstehende die Kapitalausstattung sowie die Asset-Qualität nicht im gleichen Detail beurteilen können wie beim US-Erstversicherer.

Moody’s berichtete 2025, dass US-Lebensversicherer zwischen 2019 und 2024 nahezu 800 Milliarden US-Dollar an Reserven an Offshore-Affiliates verlagert haben, vor allem nach Bermuda und auf die Cayman Islands. Die Ratingagentur verwies dabei auf geringere Transparenz und Liquiditätsrisiken in einem Abschwung.

Auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, BIS, ordnet das Thema inzwischen systemisch ein. In ihrem im vergangenen Jahr veröffentlichten Paper zur Transformation der Lebensversicherungsbranche heißt es, einige Versicherer hätten ihre Portfolios in riskantere, weniger liquide Anlagen wie Private Credit und strukturierte Produkte verschoben. Zugleich hätten Private-Equity-Firmen Partnerschaften und Übernahmen vorangetrieben. Dies gehe mit komplexeren Rückversicherungsstrukturen und Asset-Intensive Reinsurance einher, insbesondere mit Offshore-Rückversicherern.

Private Credit: Teil eines größeren Schattenbankensystems

Das Financial Stability Board (FSB) warnte im Mai 2026, dass sich die Verflechtungen zwischen Private-Credit-Fonds, Banken, Versicherern und Private-Equity-Firmen vertiefen. Der Markt sei groß geworden, aber noch nicht in einem langen schweren Abschwung getestet worden; potenzielle Schwachstellen lägen in Interconnectedness, Leverage, Liquiditäts-Mismatches, Bewertung und Konzentration.

Die Federal Reserve geht noch einen Schritt weiter. Eine FEDS-Note vom März 2025 zeigt, dass sich der Anteil der General-Account-Assets von Lebensversicherern mit Exposure zu Below-Investment-Grade-Unternehmensschulden seit der Finanzkrise ungefähr verdoppelt hat. Besonders bemerkenswert: Die Autoren schreiben, die Exposure der Life Insurers gegenüber riskanten Unternehmensschulden übersteige inzwischen die Exposure der Branche gegenüber Subprime-RMBS Ende 2007.

Anbieter privater Ratings im Private-Credit-Kontext

Gruppe	Wichtige Anbieter	Bedeutung für Versicherer
Große globale Ratingagenturen	S&P Global Ratings, Moody’s Ratings, Fitch Ratings	Dominieren öffentliche Credit Ratings und vergeben auch private/unveröffentlichte Ratings; im NAIC-Kontext gelten sie als große Credit Rating Provider.
Aufstrebende/ private-credit-nahe Anbieter	Egan-Jones Ratings, KBRA, Morningstar DBRS	Haben im Private-Credit-Boom Marktanteile gewonnen; Medien und Aufseher diskutieren sie besonders wegen Rating-Shopping, Geschwindigkeit, Transparenz und möglicher Ratinginflation.

Quelle: Eigene Darstellung; © portfolio institutionell

Das ist kein Alarmruf, dass morgen ein großer Versicherer pleitegeht. Es ist jedoch ein Hinweis darauf, dass die US-Versicherungsbranche heute eine Rolle einnimmt, die vor der Finanzkrise 2007/08 stärker bei Banken, Structured Investment Vehicles (SIVs) und Asset-Backed Commercial Paper Conduits lag. Sie übernehmen und transformieren Kreditrisiken, die sich nur schwer bewerten, handeln und in Stressphasen liquidieren lassen.

€ 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

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

Deutsche Versicherer, Pensionskassen, Versorgungswerke, Zusatzversorgungskassen, Stiftungen und Pensionsfonds/CTA müssen nicht direkt Policen bei Athene oder Global Atlantic halten, um betroffen zu sein. Der Risikokanal läuft vor allem über die Kapitalmärkte: Viele deutsche Institutionen investieren in dieselben globalen Private-Credit-, Infrastructure-Debt-, Asset-Backed-Finance-, CLO- oder opportunistischen Kreditstrategien, in denen US-Versicherer inzwischen wichtige Endabnehmer sind.

Warum deutsche Anleger betroffen sind

Die Relevanz ist nicht theoretisch. Der BAI Investor Report für deutsche Versicherungen zeigt, dass Corporate Private Debt unter deutschen Versicherern aktuell die stärkste Dynamik aufweist: 65 Prozent der befragten Versicherer wollen ihre Allokation erhöhen, nur neun Prozent reduzieren. Die Eiopa beziffert die Private-Credit-Exposures europäischer Versicherer auf 514 Milliarden Euro beziehungsweise 5,1 Prozent der gesamten Assets; bei Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung sind es 128 Milliarden Euro beziehungsweise 4,4 Prozent. Die EZB sieht für den Euroraum zwar derzeit kein systemisches Private-Credit-Risiko, warnt aber explizit, dass Versicherer und Pensionsfonds in einem Stressszenario über Zweitrundeneffekte Bewertungsverluste erleiden könnten.

Für deutsche Anleger ergeben sich daraus fünf konkrete Anstößkanäle:

- **Bewertungskanal:** Wenn US-Versicherer als große Käufer illiquider Investment-Grade-Private-Credit-Strukturen ausfallen oder vorsichtiger werden, können Spreads steigen und NAVs in deutschen Spezialfonds unter Druck geraten.

- **Liquiditätskanal:** Ein Stress in US-Annuity- oder Reinsurance-Strukturen könnte zu Verkäufen oder Bewertungsabschlägen in genau den Segmenten führen, die deutsche Anleger als illiquide Beimischung halten.
- **Governance-Kanal:** Für Anlageausschüsse deutscher Einrichtungen wird die Look-through-Frage wichtiger: Wer originierte den Kredit? Wer vergab das Rating? Wer kauft die Struktur? Gibt es verbundene Versicherer, Rückversicherer oder Sidecars auf beiden Seiten der Transaktion?
- **Ratingkanal:** Wenn private Ratings hinterfragt oder herabgestuft werden, können Kapitalanforderungen, Spreads und Bewertungen auch in Fonds und Spezialfonds deutscher Anleger betroffen sein.
- **Managerkanal:** Deutsche Anleger investieren häufig bei denselben globalen Asset Managern, die zugleich US-Versicherungsplattformen steuern oder beliefern. Dadurch können Portfolios stärker korreliert sein, als es auf den ersten Blick erscheint.

Gerade für deutsche Anleger ist die Schlussfolgerung daher nicht, Private Debt pauschal zu meiden. Die Schlussfolgerung lautet, den Anteil illiquider, privat gerateter und modellbewerteter Anlagen genauer zu messen – und zusätzlich zu prüfen, ob die Strategie auf einer echten Illiquiditätsprämie beruht oder auf einer Kapitalarbitrage zwischen Versicherungsbilanz, Ratingmodell und Private-Market-Struktur.

Die Parallelen zu 2007/08

Die heutige Situation ist keine Kopie der Subprime-Krise. Die Kreditarten sind andere, die Versicherer haben langfristige Verbindlichkeiten, und viele private Kredite sind tatsächlich senior, besichert und covenant-stärker als klassische High-Yield-Anleihen.

Dennoch sind die strukturellen Parallelen frappierend: Aus schwer bewertbaren Krediten entstehen scheinbar sichere, regulierungsfreundliche Anlagen.

Was ähnlich ist – und was anders

Dimension	2007/08	Heute
Rohmaterial	Subprime-Hypotheken und Immobilienkredite	Private Credit, Asset-Based Finance, Finanzierer, Infrastruktur- und Daten-zentrumsfinanzierungen
Verpackung	RMBS, CDOs, ABCP-Conduits, SIVs	Private Placements, private ABS, CLOs, BDC-Schuldtitel, Rückversicherungsstrukturen
Sicherheitslabel	AAA-Ratings auf tranchierte Hypothekenpools	Investment-Grade- und private Ratings auf illiquide, schwer beobachtbare Assets
Bilanzträger	Banken, Broker-Dealer, SIVs, Geldmarktfonds	Lebensversicherer, PE-nahe Versicherungsplattformen, Offshore-Rückversicherer
Trigger	Fallende Immobilienpreise, Funding Run, Ratingdowngrades	Kreditmigration, Bewertungsabschläge, Ratingzweifel, Surrenders/Funding Stress, Vertrauensverlust
Systemische Risslinie	Schattenbankensystem rund um Hypothekenverbriefung	Schattenbankensystem rund um Private Markets und Versicherungsbilanzen

Quelle: Eigene Darstellung; © portfolio institutionell

Ein wichtiger Unterschied zu 2008 ist die Liquiditätsstruktur. Lebensversicherer finanzieren sich nicht wie Broker-Dealer über tägliche Repo-Märkte. Viele Verpflichtungen laufen langfristig. Das gibt ihnen Zeit, illiquide Assets zu halten. Dieser Punkt ist das stärkste Gegenargument gegen simple Lehman-Vergleiche.

Aber Versicherungsunternehmen sind nicht immun gegen Liquiditäts- und Vertrauensrisiken. Ein Teil des Geschäfts läuft über annuity products, funding agreements, institutionelle Verträge und Rückversicherung. Wenn Zweifel an Asset-Qualität, Ratingstabilität oder Rückversicherungsdeckung

entstehen, kann der Stress nicht nur über klassische Versicherungsabflüsse, sondern auch über Kapitalmärkte, Gegenparteien und institutionelle Anleger laufen. Genau darin liegt die neue Risslinie: nicht in einer Bankbilanz, sondern im Zusammenspiel von Versicherungsbilanz, Private-Market-Asset und Schattenbankensystem.

Was Aufseher und Investoren jetzt fragen sollten

- Wie hoch ist der Anteil privat platzierter sowie als Level-3 (illiquide, ohne aktiver Markt), PL (Private Letters) und Z (Wertpapiere in Übergangsphase) eingestuft Anlagen?
- Wie viel davon stammt von verbundenen oder wirtschaftlich nahestehenden Origination-Plattformen?
- Von wem stammen die privaten Ratings: von S&P, Moody's oder Fitch – oder von kleineren Credit Rating Providern wie Egan-Jones, KBRA oder Morningstar DBRS? Gibt es öffentliche Vergleichsratings?
- Wie verteilen sich die Notches innerhalb der NAIC-Kategorien (BBB+ oder BBB– macht einen Unterschied)?
- Wie viel Rückversicherung läuft an verbundene Offshore-Gesellschaften, und wie transparent sind deren Zahlen?
- Welche Liquiditätsquellen stehen bei Surrender-, Funding- oder Margin-Stress tatsächlich zur Verfügung?
- Wie groß wäre der Kapitalbedarf bei einem Downgrade um zwei bis drei Notches in den wichtigsten illiquiden Asset-Klassen?

Nicht Lehman – aber ein neuer Kapitalmarkt-Kipppunkt

Die US-Lebensversicherer in Private-Equity-Hand sind nicht automatisch die nächsten Lehman Brothers. Aber sie sind auch nicht mehr die traditionellen Versicherer früherer Jahrzehnte. Sie sind Teil eines neuen Kreditökosystems, in dem private, illiquide und strukturierte Risiken über Versicherungsbilanzen finanziert, über private Ratings kapitaloptimiert und über Rückversicherung grenzüberschreitend verteilt werden.

In den Finanzkrisen-Jahren 2007/08 wurde die Schwäche des Systems sichtbar, als die scheinbare Sicherheit von Hypothekenverbriefungen zerbrach. Heute könnte die entscheidende Bruchkante nicht im Wohnimmobilienmarkt liegen, sondern in Private Markets: in der Frage, ob illiquide Kredite, private Ratings und Versicherungsbilanzen zusammen ausreichend widerstandsfähig sind, wenn Kreditverluste, Bewertungsabschläge und Vertrauensschocks gleichzeitig auftreten.

Die Lehre aus 2008 lautet nicht, jede Innovation zu verteufeln. Sie lautet, die Produktion scheinbar sicherer Assets besonders genau zu prüfen. Genau dort – bei den Ratings, der Transparenz, der Kapitalunterlegung und der Frage, wer am Ende das Risiko trägt – entscheidet sich, ob das neue Modell stabil bleibt oder zur nächsten Risslinie des Finanzsystems wird.

#privatemarkets

Real Estate: Back to basics

Neue Perspektiven auf
Prämien, Umsetzungen
und Segmente

portfolio
institutionell

Die Rubrik der Meinungsführer

Immobilienrisiken sind Governance-Risiken

Verluste gehören zur Kapitalanlage. Kritisch wird es, wenn Risiken zu spät erkannt, Interessenkonflikte nicht beherrscht, Entscheidungen unzureichend dokumentiert oder Eskalationen nicht ausgelöst werden – und ein Immobilien- zum Governance-Risk wird.

Bei Versorgungswerken zeigen sich unterschiedliche Dimensionen. Die Bayerische Versorgungskammer räumte für einzelne US-Immobilieninvestments hohe Wertverluste und weitere Verlustrisiken ein. Externe Untersuchungen stellten zudem Compliance-Verstöße und Hinweise auf ein nicht angemessenes Näheverhältnis fest.

Beim Versorgungswerk der Rechtsanwälte in Hessen steht eine Beteiligung am Transamerica Pyramid Center von rund 57,9 Millionen Euro voraussichtlich vollständig zur Wertberichtigung an. Das Investment betrug weniger als ein Prozent des Anlagebestands. Dennoch will das Versorgungswerk den Vorgang nutzen, um Prüf-, Entscheidungs- und Risikomanagementprozesse weiterzuentwickeln. Der Fall zeigt: Diversifikation ersetzt nicht die konsequente Überwachung der Engagements.



Besonders drastisch ist die Lage beim Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin. Der Verwaltungsausschuss bezifferte den Verlust auf mindestens rund die Hälfte des Anlagevermögens und verwies auf interne Ursachen sowie Defizite bei externer Risikoanalyse, Abschlussprüfung und Aufsicht. Straf- und Zivilverfahren laufen; für die Betroffenen gilt die Unschuldsvermutung.

Die Lehre darf nicht lauten, Immobilien oder internationale Investments generell zu meiden. Sie lautet: Komplexität verlangt eine professionelle Kontrollarchitektur. Institutionelle Anleger benötigen ein durchgängiges System von der Investitionsentscheidung bis zum Exit – mit klaren Zuständigkeiten, unabhängiger Due Dilligence, dokumentierten Interessenkonflikten, Limiten, Szenarioanalysen und verbindlichen Eskalationswegen. Hinzu kommt ein robustes Risiko-Cockpit. Es muss Bewertungen, Liquidität, Covenants, Capex, Vermietung, Projektfortschritt und Gegenpartei-risiken vereinen. Entscheidend ist nicht die Datenmenge, sondern wie schnell aus einer Abweichung eine Entscheidung wird.

Künstliche Intelligenz kann Dokumente auswerten, Daten plausibilisieren und Frühwarnsignale verdichten. Verantwortung übernimmt sie nicht. Diese bleibt bei Geschäftsführung, Anlageausschüssen und Aufsichtsgremien. Governance ist kein Kostenblock. Sie schützt Kapital, Handlungsfähigkeit und Vertrauen – und wird im nächsten Immobilienzyklus zum Renditefaktor.

Michael Stark-Urzendnik, geschäftsführender Gesellschafter, STARK Management & Advisory

Bewertung zwischen Markt und Bilanz

Geringere Transaktionsvolumina erschweren die Preisfindung für Immobilienwerte. Während sich Marktwerte in liquiden Märkten relativ gut ableiten lassen, rückt in einem transaktionsarmen Umfeld die Herleitung der Bewertungsannahmen stärker in den



Mittelpunkt. Je geringer die Markttransparenz, desto wichtiger wird die Frage, wie belastbar diese Annahmen sind.

Dazu zählen insbesondere Mietansätze, Leerstands- und Vermietungsannahmen, Bewirtschaftungskosten, Investitionsbedarfe sowie Diskontierungs- und Kapitalisierungssinssätze. Nicht die

Menge der verfügbaren Daten macht eine Annahme belastbar, sondern ihre Eignung für den konkreten Bewertungsfall.

Dabei unterscheidet sich die Prognosefähigkeit je nach Nutzungsart und Marktumfeld. Der deutsche Wohnungsmarkt ist insbesondere in strukturstarken Regionen durch eine stabile Nachfrage geprägt. Miet- und Preisentwicklungen lassen sich relativ gut einschätzen. Der Büromarkt zeigt, wie schnell sich der strukturelle Rahmen verändern kann: Homeoffice und hybride Arbeitsmodelle haben die Nachfrage nach Büroflächen und damit die Einschätzung langfristiger Vermietbarkeit nachhaltig beeinflusst. Ähnliche Unsicherheiten bestehen bei Hotelimmobilien oder bei ESG-Investitionen, deren Umfang und Wirtschaftlichkeit häufig von regulatorischen und politischen Entscheidungen abhängen.

Bewertungsparameter müssen daher transparent und konsistent hergeleitet sowie anhand von Marktbeobachtungen und systematischen Datenreviews plausibilisiert werden – zunehmend auch KI-gestützt. Ergänzend helfen Sensitivitätsanalysen. Im Private-Markets-Umfeld ist dies relevant: Fair-Value-orientierte Bewertungen wirken sich direkt auf NAVs, Bilanzrelationen und Finanzierungskennzahlen aus und bilden eine Basis für Anlageentscheidungen. Zeigen sich beispielsweise hohe Sensitivitäten gegenüber Mietentwicklung, Leerstand oder Investitionsbedarf, stellt sich die Frage nach dem Handlungsbedarf: Halten, repositionieren, weiterentwickeln oder veräußern? Investitionsbedarfe und Vermietungsrisiken entwickeln sich unabhängig von der Marktliquidität. Nichtstun ist daher ebenfalls eine Entscheidung mit wirtschaftlichen Folgen.

Gerade bei eingeschränkter Preisfindung wird die Immobilienbewertung damit zu einem zentralen Instrument für Transparenz und Entscheidungsfindung. Je weniger der Markt Orientierung liefert, desto höher sind die Anforderungen an diejenigen, die Marktwerte nachvollziehbar und belastbar herleiten.

Mathias Lange, Immobiliengutachter, BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Was zählt, ist der Nutzer!

Real Estate Equity durchläuft in Deutschland eine langwierige Marktanpassung. Diese wird begleitet von vielfältigen Meinungen dazu, welche Sektoren künftig erfolgreiche Investitionen ermöglichen. Die Aussichten, aber auch die jeweiligen Rahmenbedingungen sind für die einzelnen Segmente sehr unterschiedlich.

Bezüglich Wohnen werden Subsektoren wie Student Apartments, Serviced Apartments, Short Stay bis hin zu Senior Living grundsätzlich positiv wahrgenommen. Dagegen beklagen große Wohnungsgesellschaften eine drohende Verstaatlichung der Bestände in Berlin. Sie lenken damit aber vom eigentlichen Problem ab, dass sich im Portfolio übergroße Klumpenrisiken in Ruhrgebietsstädten mit strukturell hoher Arbeitslosigkeit befinden und große Teile des Cashflows aus Wohngeld von überschuldeten Kommunen stammen.



Dies dürfte im Bereich Wohnen die echte Herausforderung sein. Auf Nachhaltigkeit zu achten, ist bei „Wohnen“ besonders wichtig.

Für Logistik spricht ebenfalls vieles. Die Anbieterkonzentration, siehe Prologis und Segro, gibt aber zu denken. Ob nun Rüstungs- und Verteidigungslogistik als

neuer Trend aufkommt? Da Beraterkapazität bereits besteht, dürften neue Produkte nicht lange auf sich warten lassen.

Weniger eindeutig stehen die Vorzeichen für Retail und Office: Beispielsweise machen ein Shopping-Center in München-Riem oder die Fünf Höfe Sinn für einen italienischen Versicherer und eine bayerische Familie. Büros am Prinzregentenplatz sind sinnvoll für Investoren aus Madrid und München. Diese Standorte und Objekte sind nur schwer reproduzierbar und das Umfeld stimmt.

Doch wie geht es nun weiter auf den Immobilienmärkten, und welche Rahmenbedingungen sind besonders relevant? Prägend war auch für Investoren die Hitze in diesem Sommer, die dazu verleiten könnte, jetzt schnell Madrid und Mailand zu verkaufen sowie dafür, aufsichtsrechtliche Bedingungen für Investitionen in Reykjavik und in Nuuk zu prüfen? Zielführender für Investoren ist, die Funktion von Real Estate Equity in ihren Portfolien zu kennen und zu definieren. Daraus folgt dann die Höhe der Allokation. Ob diese künftig wieder unter zehn Prozent liegt, statt bei bis zu 20 Prozent oder sogar darüber – die Zeit wird es zeigen.

Gezeigt hat sich: Nur eine am Nutzer orientierte risikoadjustierte Investition wird langfristig die benötigten Cashflows und Wertentwicklungen sicherstellen. Fehlen die Einnahmen und geht der Wert zurück, hat Real Estate Equity keine Funktion und – egal ob institutionell oder privat – keine Berechtigung in einem Portfolio.

Hermann Aukamp, Adviser

Intention der Private-Markets-Rubrik

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

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

portfolio
institutionell

Suche nach dem richtigen Maßstab

Von Jochen Hägele

Konzentrationsrisiken an den Aktienmärkten, steigende Zinsen und Schuldenberge an den Anleihenmärkten. Anleger, die sich an marktkapitalisierungsgewichteten Indizes orientieren, bereitet das zunehmend Sorgen. BIP-basierte Indizes versprechen eine Alternative – doch institutionelle Anleger bleiben zurückhaltend.

In Korea zeigte sich jüngst, welche Probleme eine hohe Konzentration auf wenige Marktschwergewichte auslösen kann. Der Kospi-Index war bis vor kurzem der weltweite Topperformer. Allerdings mit starker Unwucht: Zeitweise machten Samsung Electronics und SK Hynix mehr als 50 Prozent des Kospi-200-Index aus. Zur zunehmenden Abhängigkeit von den beiden Tech-Werten kam seit Jahresanfang der Boom riskanter Hebel-Produkte (ETPs) auf die beiden Einzelwerte. Dann drehte sich die Stimmung, die Kurse sanken und lösten Zwangsverkäufe bei ETPs aus, welche die Volatilität des Kospi auf bis zu 60 Prozent katapultierten.

Die Hebel-ETPs waren zwar Korea-spezifisch, doch Konzentrationsrisiken bereiten Investoren weltweit Sorgen. Das gilt für US-Allokationen mit den Mega-Caps wie im Hinblick auf den US-Anteil an den etablierten, nach Marktkapitalisierung gewichteten globalen Indizes. Auch am Rentenmarkt nehmen die Sorgen zu: Hier schleusen die traditionellen schuldengewichteten Benchmarks Geld vor allem in die Bonds der Staaten und Unternehmen mit den höchsten ausstehenden Schulden. Die Sorgen um das deutsche AAA-Rating und hohe Zinsen unterstreichen die Problematik. Asset Owner suchen daher die richtige Antwort auf Konzentrationsrisiken bei Aktien und Anleihen. Eine Lösung sollen Indizes bieten, die sich am Bruttoinlandsprodukt (BIP) orientieren.

Diese Beobachtung macht bei Aktien auch Robert Doyle, Leiter Equities beim Consultant Bfinance. Er bemerkt in Kundengesprächen zwar ein deutlich gestiegenes Bewusstsein für Konzentrationsrisiken, doch nur wenige Anleger ziehen tatsächlich Konsequenzen. „Sich Sorgen zu machen ist nicht dasselbe wie handeln zu können“, erklärt das Doyle. Nach seiner Erfahrung sank die Zahl der Anleger, die die Freiheit haben und bereit sind, sich wesentlich von traditionellen Benchmarks zu entfernen, sogar eher. Angesichts der Big-Tech- und KI-Rallye ist das nachvollziehbar, schließlich kostete jede Untergewichtung der US-Börsenschwergewichte Manager und Asset Owner unterm Strich meist Performance.

Umdenken ja, Handeln eher nein

Zur Begriffsklärung gilt es bei den fundamentalen Aktien-Indizes zu unterscheiden zwischen fundamentalen Indizes auf Länder- und auf Unternehmensebene. Indexdesigns auf Unternehmensebene nutzen oft Gewichtungsfaktoren wie Umsatz, Cashflow, Buchwert, Dividenden oder Gewinn. Hier gilt etwa der US-Anbieter Research Affiliates mit seinen Rafi-Indizes als Pionier und Marktführer, entsprechende Rafi-Versionen bieten unter anderem auch FTSE und Russell an. Große US-Investoren wie der kalifornische Pensionsfonds Calpers nutzten solche Ansätze bereits ab Mitte der 2000er und auch der schwedische staatliche Pensionsfonds AP2 erklärte bereits 2006, Teile seines nordamerikanischen Aktienportfolios nach der Rafi-Methode verwalten zu lassen.

In einer ganz anderen Dimension bewegen sich die BIP-Indizes. Sie sind gewissermaßen die Makrovariante der fundamentalen Indizes und stellen auf die Wirtschaftsleistung des jeweiligen

Landes ab. Entstanden ist das Konzept in den späten 1980er Jahren genau als Antwort auf Konzentrationsrisiken: nämlich das dominierende Gewicht japanischer Aktien während der japanischen Aktienblase in traditionellen globalen Indizes. Etabliert haben sich seitdem die BIP-gewichteten Varianten der Anbieter FTSE Russell und MSCI sowie die Solactive-Gala-Indizes. Die Indexanbieter gehen grundsätzlich ähnlich vor: Zunächst werden die Ländergewichte nach BIP-Anteil zugeteilt. Die Aktien werden dann innerhalb der Ländertöpfe proportional zu ihrem Börsenwert gewichtet. Damit entsteht eine BIP-gewichtete Länderauswahl mit marktkapitalisierungsgewichteter Aktienauswahl auf Länderbasis.

Länder nach BIP, Aktien nach Marktgewicht

Damit ergibt sich in vielfacher Hinsicht ein neues Profil: Beim globalen MSCI ACWI GDP Weighted Index umfasst das Universum wie beim Mutterindex MSCI ACWI insgesamt 23 Industrie- und 24 Schwellenländer mit insgesamt rund 2.460 Large- und Mid-Cap-Aktien. Die wichtigste Änderung betrifft das US-Gewicht, das beim BIP-Ansatz von 63 auf 29 Prozent schmilzt. Auch bei den Einzeltiteln ändert sich einiges: Tencent verdrängt Nvidia von der Spitze und mit Alibaba rutscht ein weiterer Titel aus China in die Top Ten zwischen die US-Mega-Caps. Ähnlich ist das Muster beim globalen Industrieländerindex Solactive Gala, hier kommen die USA auf knapp 42 Prozent, Japan auf 9,3 Prozent, Deutschland auf 8,2 und Großbritannien auf 5,7 Prozent. Mit Siemens, Banco Santander, Unicredit und Allianz schieben sich immerhin vier europäische Firmen in die Top Ten. Christoph Hiemer, Leiter Equity Index Structuring bei Solactive, beobachtet durchaus steigende Nachfrage nach solchen Konzepten. Die veränderten geopolitischen Rahmenbedingungen und das im historischen Vergleich hohe Gewicht des US-Marktes in traditionellen Aktienindizes bewirken seiner Beobachtung nach offenbar ein Umdenken. Die Nachfrage nach entsprechenden Indizes sei in Europa am stärksten ausgeprägt.

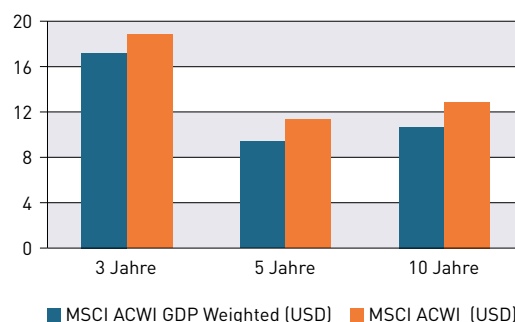
Auch die Produktseite ist in Bewegung: Der Vermögensverwalter Amundi hat erst vor kurzem eine Reihe an BIP-gewichteten Aktien- und Bond-ETFs aufgelegt. „Seit einiger Zeit beobachten wir bei einem breiten Spektrum von Anlegern eine Nachfrage nach Strategien, deren Gewichtung sich auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP) stützt“, so Arne Scheehl, Leiter Product Development & Engineering Deutschland & Österreich für Indexprodukte bei Amundi. Einen BIP-gewichteten Ansatz nutzt bereits seit seiner Auflage 2008 der Arero-Weltfonds von Professor Martin Weber und der DWS. Der Multi-Asset-Fonds investiert fix 60 Prozent in Aktien, 25 Prozent in Renten und 15 Prozent in Rohstoffe und gewichtet Aktien nach dem BIP. „Innerhalb des Aktienanteils werden die vier Regionen nach ihrem geschätzten Anteil am Welt-BIP für das laufende Jahr gewichtet und halbjährlich angepasst“, erklärt Portfoliomanager Jens Lückhoff. Damit soll die wirtschaftliche Bedeutung der Regionen besser abgebildet werden als bei einer rein marktkapitalisierungsgewichteten globalen Aktienallokation.

Wirklich etabliert sind BIP-Ansätze nicht: Bfinance-Berater Doyle fällt jedenfalls kein Fall ein, in dem sich ein Kunde vom Market Cap verabschiedet hat. Eher gehe der Trend zum Baukasten-Ansatz: So würden gerade deutsche und europäische Anleger die regionale Struktur oft selbst anpassen mit den Elementen Aktien USA, Aktien Europa und Aktien Schwellenländer. Der Vorteil: Länderblocks wie die USA lassen sich so bewusst steuern. Zusätzliche gedeckelte Indizes und Satelliten-Allokationen für Faktoren (siehe S. 38 ff.) dienen für Doyle der ergänzenden Feinabstimmung.

BIP-Fokus bringt neue Probleme

Konzeptionell ist eine BIP-Gewichtung für Doyle immer auch eine aktive Wette gegen die Preisfindung des Marktes. Ähnlich sieht man das auch bei Dimensional. In funktionierenden Kapitalmärkten würden Informationen und Erwartungen fortlaufend in Preisen verarbeitet, sagt Kaitlin Hendrix, Asset-Allocation-Spezialistin bei Dimensional. Market-Cap-Ansätze würden so eine stets aktualisierte Momentaufnahme nach Wertpapieren, Branchen und Ländern geben. Dagegen basiere die BIP-Gewichtung nicht auf dem investierbaren Anlageuniversum eines Landes und würde die in den Marktpreisen enthaltenen Informationen außer Acht lassen. Der Link von Gewichtung zu Aktienmarkt gehe damit verloren: „Ein Land kann ein hohes BIP aufweisen, aber nur eine kleine Zahl börsennotierter Unternehmen“, so Hendrix. Dazu muss man nicht einmal in die Emerging Markets blicken: So ist etwa Italien gemessen am BIP das achtgrößte Land im MSCI ACWI, italienische Aktien stellen aber nur 26 der insgesamt 2.557 Indexwerte. Zudem, so Hendrix, gebe es keine überzeugenden Belege dafür, dass sich die Renditen einzelner Länder zuverlässig vorhersagen lassen. Zwar könne es Gründe geben, von einer marktkapitalisierungsgewichteten Allokation abzuweichen – etwa um Wertpapiere mit höheren erwarteten Renditen überzugewichten oder individuelle Präferenzen beziehungsweise steuerliche Aspekte zu berücksichtigen. „Wir sind jedoch überzeugt, dass globale Portfolios von einer breiten Diversifikation profitieren und bei der Länderallokation einen engen Bezug zu den Marktgewichten beibehalten sollten.“

Market Cap schlägt BIP



Performance p. a.; Stand: 31.07.26 Quelle: MSCI; © portfolio institutionell

Gerade die Prognosegüte des BIP ist gering: Letztlich ist heutige Wirtschaftskraft weniger entscheidend für ein zukunftsorientiertes Portfolio als die künftige BIP-Dynamik. Doch von BIP-Veränderungsprognosen als Basis eines Index möchte kaum jemand etwas wissen. Auch DWS-Manager Lückhoff sieht potenzielle Probleme: „Eine auf BIP-Wachstum basierte Allokation würde unserer Meinung nach eine deutlich größere ‚Schätzunsicherheit‘ beinhalten.“

Anleihen: Anziehungskraft der Schulden

Ähnlich und doch ganz anders als bei Aktien ist die Situation bei Anleihen. Auch hier werden Indizes traditionell nach Marktgewicht konstruiert, doch deren Marktgewicht hat nichts mit dem Erfolg der Emittenten zu tun. Bereits die frühen Total-Return-Anleiheindizes ab Anfang der 1970er Jahre gewichteten die Titel nach dem ausstehenden Schuldenvolumen. Aber: „Regeln, die zur Lösung früherer Probleme entwickelt wurden, können heute zu Verzerrungen in Portfolios führen“, so Samarth Sanghavi, Leiter Fixed Income bei Vetta FI. Dass Emittenten mit den größten ausstehenden Schulden das höchste Indexgewicht erhalten, ist für Sanghavi ein Widerspruch. „Eine Gewichtung nach Schuldenvolumen ist keine Investmentstrategie“, sagt er. Sie breche grundsätzlich mit dem bei Aktien gültigen Gedanken, dass Aktienkurse den Erfolg des Unternehmens reflektieren. Anleihen-Indizes und indexnahe Portfolios weisen dagegen eine strukturelle Neigung zu Emittenten auf, die besonders viel Fremdkapital aufnehmen – und nicht zu Emittenten mit besonders soliden Bilanzen. Dies sei im aktuellen Umfeld besonders relevant, in dem die höheren Zinsen auf längere Sicht die Kosten für den Schuldendienst hoch halten.

Hohe Schulden sind nicht gleich mehr Risiko

Das Bewusstsein für die strukturellen Mängel marktkapitalisierungsgewichteter Bond-Benchmarks ist unter institutionellen Anlegern weit verbreitet. Doch auch hier ist der Umgang eher pragmatisch, sagt etwa Mathias Neidert von Bfinance. Teils nachvollziehbar, denn klar ist auch: Ein höheres Schuldenvolumen signalisiert nicht immer höheres Risiko. Zum einen kategorisiert der Anleihenmarkt die ausstehenden Papiere detailliert nach Ratingklassen. Zum anderen ist Verschuldung im kreditanalytischen Sinn ein relatives Maß für den Verschuldungsgrad – etwa Schulden im Verhältnis zu Gewinn, Vermögenswerten oder Cashflow. Sprich: Ausstehende Schulden und Kreditqualität können drastisch voneinander abweichen. Aktuelles Beispiel: Die Hyperscaler um Amazon, Alphabet, Meta, Oracle und Microsoft warfen jüngst enorme Volumina an Investment-Grade-Anleihen auf den Markt, was ihr Gewicht in den entsprechenden Indizes weit nach oben katapultiert. Allerdings haben die Unternehmen fast durchweg starke Cashflows, robuste Bilanzen und entsprechende Kreditratings. Kritischer ist es, wenn dieselbe Logik auf Emittenten trifft, bei denen eine hohe Schuldenaufnahme tatsächlich eine Verschlechterung der Fundamentaldaten widerspiegelt.

In der Praxis reagieren Anleger auf diese Schwächen jedoch nach Beobachtung von Neidert nur selten mit einer grundlegenden Neugestaltung ihrer Anleihe-Benchmark. „Deutlich häufiger wählen sie einen pragmatischen Ansatz: Dabei bleiben sie etwa innerhalb des bestehenden Benchmark-Rahmens, setzen dabei aber auf eine präzisere Umsetzung und geeignete Leitplanken, um die Schwächen zu begrenzen. Etwa über Indizes mit gedeckelten Obergrenzen. So lässt sich ein Extremrisiko relativ einfach steuern, ohne den bestehenden Benchmark-Rahmen vollständig aufzugeben.“

Robin Marshall, Research-Leiter Anleihen, Währungen und Rohstoffe bei FTSE Russell, sagt: „BIP-gewichtete Indizes tragen dazu bei, das höhere Wachstum der Schwellenländer und die Veränderungen in der Struktur der Weltwirtschaft abzubilden. Gleichzeitig schützen sie passive Anleger vor der automatischen Erhöhung der Gewichtung höher verschuldeter Industrieländer.“ Seiner Meinung nach trägt eine BIP-Gewichtung bei Anleiheindizes den erheblichen Veränderungen in der Struktur der Weltwirtschaft Rechnung. Etwa dem im Verhältnis deutlich höheren Wachstum der Schwellenländer und dem langsameren Wachstum der G7-Staaten. Doch bei BIP-Indizes bleibt die Diskussion nicht stehen: Die Konstruktion globaler Anleiheindizes auf Basis von BIP-Gewichtungen wirft weitere Fragen auf: So etwa, ob für die Gewichtung das nominale BIP oder das auf Kaufkraftparitäten basierende BIP herangezogen werden soll, bei dem man die Unterschiede bei den Lebenshaltungskosten zwischen den Volkswirtschaften berücksichtigt.

Welche Benchmark die richtige ist, hängt für Bfinance-Berater Neidert maßgeblich von den Anlagezielen und den Verpflichtungsstrukturen des jeweiligen Investors ab. „Letztlich sollte die Benchmark das Anlageuniversum widerspiegeln, in dem sich der Investor beziehungsweise der Manager bewegt.“ Der für ihn wichtigste Punkt ist, das Universum klar zu definieren – etwa über Laufzeitvorgaben, Mindestratings, Sektorausschlüsse oder geografische Abgrenzungen. Darauf aufbauend mache es Sinn, dass Portfoliomanager einen gewissen Ermessensspielraum nutzen können, um auch in Wertpapiere außerhalb der Benchmark zu investieren, wenn sie dort attraktive Chancen sehe: „In der Praxis definiert die Benchmark damit das Spielfeld, ohne dem Portfoliomanager vollständig vorzuschreiben, wie er sich darauf bewegen muss.“

Ähnlich wie bei Aktien sei auch bei BIP-basierten Bond-Indizes die Nutzung begrenzt, so Neidert. „Die meisten Anleger bevorzugen einen passgenau definierten Subindex innerhalb einer etablierten Indexfamilie, anstatt auf eine grundsätzlich andere Indexmethodik umzusteigen. Die Marktkapitalisierungsgewichtung weist zwar gut dokumentierte Schwächen auf, doch auch fundamental gewichtete oder BIP-gewichtete Indizes bringen ihre eigenen Verzerrungen und Nachteile mit sich.“ So gilt analog zu Aktien: Viele Länder verfügen über weniger liquide Anleihemärkte, sind schwerer zugänglich, unterliegen Kapitalverkehrskontrollen und weisen deutlich andere Währungs- und politische Risikoprofile auf.

Der größte institutionelle Markt der Welt hat keinen Standard

Private Markets haben alles. Außer einen gemeinsamen Standard. In einem intransparenten Markt gewinnt, wer mehr weiß. Nicht, wer besser ist. Warum institutionelle Investoren ihr Selektionsproblem nicht mit besseren Tools lösen werden. Sondern mit standardisierten Daten aus erster Hand.

Liquide Märkte nutzen seit Jahrzehnten dieselbe Datenbasis. Wer eine Aktie bewertet, vergleicht gegen dieselbe Grundlage wie alle anderen. Private Markets hatten diesen Luxus nie: Keine belastbare Marktübersicht, kaum Transparenz und Vergleichbarkeit bestenfalls dort, wo jemand sie sich mühsam selbst herstellt. Die Folge für Versorgungswerke, Versicherungen und Family Offices sind Investitionsentscheidungen, die sich im Nachhinein schwer belegen lassen, und Portfolios, die risk-return-adjustiert robuster sein könnten.

Das Problem: 14 Pitchbooks, 14 Definitionen

Wer in Deutschland 14 Pitchbooks europäischer Private-Debt-Fonds vergleicht, findet 14 Definitionen von „Middle Market“. Das ist kein Detail, sondern die Geschäftsgrundlage einer Industrie, die in der Theorie vergleichbar sein müsste, es in der Praxis aber nicht ist. TVPI meint in jedem Pitchdeck etwas anderes. MOIC wird mal brutto, mal netto oder modellhaft ausgewiesen. „Middle Market“ kann alles zwischen 30 Millionen und drei Milliarden Euro Enterprise Value heißen. Wer Pitchbooks ohne gemeinsame Datensprache vergleicht, vergleicht nicht – er liest nur schneller. Etablierte Software-Tools wie Pipeline-CRMs oder Portfolio-Reporting helfen beim Ablegen und Summieren. Was sie nicht leisten, ist echte Vergleichbarkeit.

Die Lösung: Schema vor KI

Genau dieses grundsätzliche Problem löst 221bSelect. Die Plattform setzt eine Ebene tiefer an: Sie zerlegt jede Unterlage in über 1.000 vergleichbare Datenpunkte und verdichtet sie in ein standardisiertes

Schema – von der Strategie über Track Records bis zu den ESG-Metrics. Diese Daten werden nicht geschätzt oder gescrapt. Sie stammen direkt aus dem Pitchbook des Managers, werden gegen das Schema validiert, normalisiert und vom GP bestätigt. Jede Zahl ist bis zur Quelle rückverfolgbar.

Das leistet keine generische KI. Ein allgemeines Modell kennt die feinen Varianten des Marktes nicht. 221bSelect legt die Fachlogik der Private Markets über das Modell. „Schema vor KI“ ist kein Slogan, sondern eine Architekturentscheidung. Die unsichtbare Arbeit hinter dem Produkt ist das eigentliche Produkt.

Der Effekt: Aus Wochen werden Sekunden

Sobald Pitchbooks strukturiert vorliegen, ändert sich der Selektionsprozess fundamental: Aus Lesen wird Suchen. Eine Abfrage wie „Zeig mir alle DACH-Mid-Market-Buyouts in meiner Zielrendite mit Closing in Q3 2026“ liefert in Sekunden eine gefilterte Übersicht – statt in Wochen eine Vermutung. Aus Einzelfallprüfung wird ein strukturierter Prozess. Im Investment Committee wird nicht mehr über unterschiedlich aufbereitete Eindrücke diskutiert, sondern auf derselben Datenbasis entschieden.

Das Bauchgefühl wird dadurch nicht überflüssig. Es gehört in die finale Entscheidung, aber nicht in die Vorauswahl. Wer professionelle Selektion betreibt, sollte seine Zeit für das aufwenden, was Erfahrung wirklich braucht. Nicht für das Sortieren von PDFs. Private Markets sind das letzte große institutionelle Asset, das noch nicht in Echtzeit verglichen werden kann. Genau diese Infrastruktur baut 221bSelect. Wer ein Pitchbook lesen kann, kann das auch ohne uns. Wer einen ganzen Markt vergleichbar machen will, hat jetzt uns.

221bSelect – Wir sezieren, was bisher nur gelesen wurde.

221bSelect auf einen Blick

- Erste cloud-native KI-Plattform für Private Markets, über 1.000 vergleichbare Datenpunkte je Pitchbook in einem standardisierten Schema
- Double-Layer-Architektur für LPs und GPs in einem geschlossenen Raum, First-Hand Data aus der Interaktion beider Seiten
- Plattform und Hosting in der EU, DSGVO by Default
- Founder-Team aus der LP-Welt, Sitz in Köln
- Nach dem offiziellen Launch am 01.09.2026 ist die Plattform nun regulär für alle LPs und GPs geöffnet; die Pilotphase wurde erfolgreich abgeschlossen.

Kontakt: Christian Chaki, CEO, christian.chaki@221bselect.com



Das Siegel und seine blinden Flecken

Von Jens Kummer

Idee des ABV-Prädikats ist es, Vertrauen in die Professionalität und das Risikomanagement berufsständischer Versorgungswerke zu schaffen. Risikoberichte, Stresstests und testierte Abschlüsse verhindern aber keine Fehlentscheidungen. Entscheidend sind die Menschen in den Anlagengremien – ihre Kompetenz, ihre Autarkie und die Regeln, nach denen sie über Milliarden entscheiden.

Kommt es zu einem Schaden, wird in Deutschland gern eine neue Vorschrift geschrieben, ein Prüfprozess geschaffen oder ein Zertifikat eingeführt. Man hat reagiert, Zuständigkeiten definiert und Häkchen gesetzt. Seit diesem Sommer gibt es nun auch für berufsständische Versorgungswerke ein solches Zeichen: das Prädikat der Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen, kurz ABV. Der Zeitpunkt ist kein Zufall. Beim Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin (VZB) ist nach bisherigem Stand durch riskante Beteiligungen ein Schaden von rund 1,1 bis 1,2 Milliarden Euro entstanden. Etwa die Hälfte des einstigen Vermögens könnte verloren sein. Die juristische Aufarbeitung läuft. Fest steht aber schon jetzt: Die vorhandenen internen und externen Kontrollmechanismen griffen offenbar nicht. Das VZB geriet immer tiefer in illiquide und hochriskante Engagements.

Als Reaktion darauf beschloss die ABV das neue Prädikat. Beantragen können es ihre 91 Mitgliedswerke seit dem 6. Juli 2026. Nach Auskunft von ABV-Geschäftsführer Stefan Strunk hatten bis zum 12. August sechs Versorgungswerke einen Antrag gestellt. Für Aussagen über die Akzeptanz oder Selektivität des Verfahrens ist dieser frühe Stand allerdings noch nicht belastbar. Ein Wirtschaftsprüfer muss jährlich bestätigen, dass das Werk die Leitplanken des Ver-

bands einhält. Dazu zählen Anlagestrategie, Risikomanagement, Asset-Liability-Studien, Stresstests, Compliance, versicherungsmathematische Gutachten und ein testierter Jahresabschluss.

Das klingt vernünftig. Ein zusätzlicher Mindeststandard ist besser als gar keiner. Doch ein vorhandener ist noch kein wirksamer Prozess. Ein Risikobericht kann fristgerecht vorliegen und trotzdem auf falschen Bewertungen beruhen. Ein Stresstest kann korrekt gerechnet sein und die wesentlichen Risiken verfehlen. Ein Testat garantiert weder wirtschaftlich sinnvolle Beteiligungen noch unabhängige Entscheidungen.

Ordnung ist noch keine Exzellenz

Diese Unterscheidung ist aus der Welt der ISO-Zertifizierungen bekannt. ISO 9001 bescheinigt ein Qualitätsmanagementsystem. Das Zertifikat besagt, dass Prozesse beschrieben, Verantwortlichkeiten festgelegt und bestimmte Abläufe kontrolliert werden. Es bescheinigt weder die Qualität jedes Produkts noch die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens. Deshalb kennt fast jeder Praktiker zertifizierte Unternehmen, die im Wettbewerb nicht bestanden haben. Auch die Wissenschaft setzte sich damit auseinander. Terziovski, Samson und Dow fanden in ihrer Studie „The business value of quality management systems certification“ keinen signifikant positiven Einfluss der ISO-9000-Zertifizierung auf die Unternehmensleistung. Andere Untersuchungen kommen zu günstigeren Ergebnissen. ISO 9001 ist nicht nutzlos. Sein Wert entsteht aber dort, wo Qualitätsmanagement tatsächlich gelebt wird. Als reine Dokumentationsaufgabe kann die Norm eine eindrucksvolle Fassade für eine mittelmäßige Organisation liefern.

Die Parallele zum ABV-Prädikat ist offensichtlich: Es kann Ordnung bescheinigen, aber weder Exzellenz noch die Fähigkeit der Verantwortlichen, komplexe Risiken zu verstehen und Fehlentscheidungen zu stoppen. Die entscheidende Frage lautet daher, was der Wirtschaftsprüfer tatsächlich bestätigen soll. Reicht die Existenz einer Geschäftsordnung, oder wird anhand konkreter Fälle geprüft, ob sie funktioniert? Werden Sitzungsunterlagen und Protokolle stichprobenartig ausgewertet? Wird nachvollzogen, welche Informationen dem Gremium bei einer Nachfinanzierung vorlagen und ob Risiken unabhängig von den Befürwortern der Anlage bewertet wurden? Ohne solche Tests bleibt die Prüfung auf der Ebene des Organisationshandbuchs. Gerade dort sehen Institutionen meist besser aus als im Moment einer schwierigen Entscheidung.

Wer spricht zuerst?

Ein zentraler blinder Fleck vieler Governance-Systeme ist die Entscheidungsarchitektur. Wer sitzt im Anlageausschuss, wer erstellt die Vorlagen und wählt die Berater aus? Welche Fachkenntnisse müssen Mitglieder nachweisen? Und was geschieht, wenn jemand widerspricht? Die 2026 bei der CFA Institute Research Foundation erschienene Monographie *Investment Committees: Governance and Design Choices* von Dr. Bernhard (Bernd) Scherer setzt hier an. Ein Investment-Komitee ist für Scherer kein automatisch wirksamer Kontrolleur, sondern ein Mechanismus zur Bündelung unterschiedlicher Informationen. Entscheidend ist sein Design, nicht seine Existenz. Diskussionen sind pfadabhängig und statusgewichtet. Reihenfolge, Tonfall und Hierarchie können mehr wiegen als Sachargumente. Wer zuerst spricht, setzt einen Anker; der Vorsitzende prägt die Richtung. So kann die Gruppe extremer entscheiden als der Durchschnitt der Einzelurteile. Zentralisierung verstärkt Kompetenz, aber auch Fehler. Ein starkes Team profitiert von unabhängigen Signalen. In einer schwachen Organisation synchronisiert das Gremium dagegen Fehlannahmen und macht aus begrenzten Irrtümern eine gemeinsame große Wette. Es wird zum Verstärker jener, die Diskussion und Vorlagen beherrschen.

Für Versorgungswerke ist das brisant: Professionelle Kapitalanlage trifft auf ehrenamtliche Selbstverwaltung. Freiberufler sind nicht automatisch Fachleute für komplexe Beteiligungen. Stammen Vorlagen und Risikobilder von Geschäftsführung, Beratern oder Anbietern, prüft das Gremium womöglich nur eine vorgeprägte Sicht.

Scherers Antwort ist Entscheidungshygiene: standardisierte Informationen, unabhängige Voraburteile und eine nachvollziehbare Übersetzung in Portfoliogewichte. Die Sprecherreihenfolge sollte wechseln, Dissens sichtbar und frühere Beschlüsse später überprüft werden. Erst dann zeigt sich, ob Einstimmigkeit auf Überzeugung beruht – oder auf Hierarchie und Anpassung.

Der Fall des VZB zeigt, warum diese Fragen nicht akademisch sind. Nach bislang bekannten Unterlagen investierte das Werk in defizitäre Start-ups, Luxusresorts, eine Garnelenzucht und eine Recyclinganlage. Engagements wurden aufgestockt, obwohl sich Risiken materialisierten. Hinzu kamen schwer durchschaubare Verträge und Doppelrollen von Verantwortlichen bei Beteiligungsunternehmen. Rechtliche Verantwortlichkeiten sind noch zu klären.

Berliner Belastungstest

Die strukturellen Warnzeichen hätten genügen müssen: Konzentrationen, illiquide Beteiligungen, Nachfinanzierungen, Bewertungsspielräume und Interessenkonflikte. Compliance, die Doppelmandate nur registriert, schützt nicht. Ein Stresstest, der wirtschaftlich verbundene Engagements isoliert betrachtet, unterschätzt das Risiko. Und ein Ausschuss, der sich auf jene verlässt, die ein Projekt vorgeschlagen haben, wird leicht zum Gefangenen seiner Entscheidung. Hätte das Prädikat die Fehlentwicklungen erkannt? Bei einer materiell gründlichen Prüfung hätte das VZB es vermutlich nicht erhalten dürfen. Die ABV erklärte selbst, ihre Leitplanken seien dort offenbar nicht eingehalten worden. Eine Prüfung, die nur das Vorliegen von Richtlinien, Berichten und Testaten kontrolliert, könnte dennoch ein Werk mit riskanter Anlagepolitik zertifizieren. Den Unterschied macht erst eine Wirksamkeitsprüfung von Entscheidungswegen, Interessenkonflikten, Bewertungen und Gegenstimmen. Eine forensische Untersuchung ist das Prädikat ohnehin nicht.

Hier liegt die zweite Kritik. Das Prädikat folgt einer vertrauten deutschen Reaktion auf Versagen: Zu Gremien, Abschlussprüfern, Aktuaren, Aufsicht und internen Kontrollen kommt eine weitere

Governance muss auch gelebt werden

Formaler Nachweis	Praktische Wirksamkeit
Risikobericht vorhanden	Annahmen realistisch, Risiken vollständig und Konsequenzen verbindlich
Stresstest durchgeführt	Relevante Konzentrationen, Ausfälle und Nachfinanzierungen tatsächlich erfasst
Anlagerichtlinie beschlossen	Limite auch gegen einflussreiche Entscheider durchgesetzt
Compliance-Regeln dokumentiert	Interessenkonflikte, Doppelmandate und persönliche Verflechtungen erkannt
Anlageausschuss eingerichtet	Mitglieder fachlich geeignet, unabhängig und zum Widerspruch befähigt
Jahresabschluss testiert	Beteiligungen plausibel bewertet und wirtschaftliche Risiken transparent
Beschluss protokolliert	Einzelvoten, Warnungen und Verantwortlichkeiten später nachvollziehbar

Quelle: Eigene Darstellung; © portfolio institutionell

Schicht aus Kriterien und Nachweisen. Jede Anforderung lässt sich begründen. In der Summe entsteht leicht mehr Bürokratie, ohne dass Verantwortung klarer oder Entscheidungen besser werden. Vorstände erhalten externe Legitimation, Wirtschaftsprüfer und Berater zusätzliche Aufträge. Die Aufsicht kann auf einen standardisierten Prozess verweisen, die ABV gegenüber der Politik Selbstregulierung demonstrieren. Bezahlt wird der Aufwand letztlich von den Mitgliedern. Gerechtfertigt ist das nur bei einer anspruchsvollen, transparenten und selektiven Prüfung. Sonst entstehen mehr Sitzungen, Berichte und Honorare, aber kaum Erkenntnis. Dann finanziert das Mitglied nicht Sicherheit, sondern deren Anschein. Bürokratie kann schlechter Governance sogar Schutz bieten, weil sich nach einem Schaden jeder auf ordnungsgemäß bearbeitete Dokumente beruft.

Wenn die Branche sich selbst auszeichnet

Das Prädikat ist Selbstregulierung. Die ABV ist weder Aufsichtsbehörde noch Anlegervertreterin oder Verbraucherorganisation, sondern Interessenvertretung aller 91 Werke. Das macht den Standard nicht wertlos. Die Branche besitzt Fachwissen und will verhindern, dass ein Einzelfall das Vertrauen in das System zerstört. Genau daraus entsteht aber ein Zielkonflikt: Der Standard muss streng genug sein, um glaubwürdig zu wirken. Fallen zahlreiche Mitglieder durch, macht er jedoch Qualitätsunterschiede öffentlich. Ein Branchenprädikat steht daher unter dem Verdacht, Mindestanforderungen zu bestätigen, statt Qualitätsdefizite offenzulegen. Wert besitzt es nur, wenn ein schlecht geführtes Werk am Prüfverfahren scheitert und ein bereits verliehenes Prädikat konsequent entzogen werden kann.

Auch die Premiere des Prädikats verdient Aufmerksamkeit. Die BWVA war das erste Versorgungswerk, das das Siegel beantragte und erhielt. Ihre Präsidentin Dr. Eva Hemberger ist zugleich stellvertretende Vorsitzende des ABV-Vorstands. Die hauptamtliche Geschäftsführung der BWVA liegt jedoch in anderen Händen. Aus Hembergers Doppelfunktion folgt kein Beleg für eine Einflussnahme auf die Vergabe. Sie macht das Verfahren beim ersten Prädikatsträger jedoch besonders erklärungsbedürftig. Für die Glaubwürdigkeit des Siegels sollte die ABV deshalb offenlegen, welches Gremium über den Antrag entschied, ob Hemberger daran beteiligt war und welche Regeln für Befangenheit und Stimmenthaltung gelten. Mittlerweile ist mit der ÄVWL noch ein weiteres Versorgungswerk bekannt, das das Siegel bekommen hat.

Wie groß muss ein Versorgungswerk sein?

Die Debatte führt zu einer Strukturfrage: Wie klein darf ein Versorgungswerk sein, wenn es in globale Immobilien, Private Equity oder private Kredite investieren will? Kleinen Einrichtungen fehlen möglicherweise die Ressourcen, komplexe Anlagen unabhängig zu bewerten und laufend zu kontrollieren.

Eine allgemeingültige Mindestgröße lässt sich nicht an einer bestimmten Vermögenssumme festmachen. Entscheidend ist das Verhältnis zwischen Portfoliokomplexität und eigener Kompetenz. Ein kleines Werk muss nicht schlechter geführt sein. Es darf aber nur so komplex investieren, wie es selbst verstehen und überwachen kann. Sonst wären gemeinsame Kontrollplattformen oder eine einfachere Kapitalanlage ehrlicher.

Ein Wettbewerb um das beste Werk ist schwieriger, als ein Rendite-ranking vermuten lässt. Altersstruktur, Reifegrad, Rechnungszins, Reserven und Leistungszusagen unterscheiden sich. Höhere Rendite kann schlicht aus höheren Risiken folgen. Das eine „beste Pensionsmodell“ lässt sich kaum seriös bestimmen. Vergleichbarkeit ist dennoch möglich: über langfristige Renditen nach Kosten, Verlustrisiken, Konzentrationen, tatsächliche Rentenanpassungen, Reserven und einheitliche Stresstests. Vergleichbar sein sollten auch Qualifikation, Unabhängigkeit und Arbeitsweise der Gremien. Die Ausgangslagen unterscheiden sich; die Qualität der Governance muss trotzdem sichtbar werden.

Ein solcher Transparenzwettbewerb wäre anspruchsvoller als ein binäres Siegel. Er würde nicht behaupten, völlig unterschiedliche Versorgungssysteme ließen sich in einer einzigen Rangliste ordnen. Er würde aber sichtbar machen, welches Werk Entscheidungen sauber dokumentiert, Risiken verständlich erklärt, Kosten offenlegt und auf Fehlentwicklungen reagiert. Mitglieder könnten ihr Werk meist trotzdem nicht frei wechseln. Öffentlichkeit und Vergleichbarkeit würden jedoch den Druck erhöhen, von besseren Einrichtungen zu lernen.

Kein Ersatz für Verantwortung

Das ABV-Prädikat kann Mindeststandards erhöhen, Prozesse ordnen und organisatorische Defizite erschweren. Mehr sollte ihm nicht zugeschrieben werden. Es ist kein Qualitätsurteil über die Kapitalanlage und keine Garantie für die dauerhafte Leistungsfähigkeit eines Versorgungswerks.

Glaubwürdig wird es, wenn Kriterien und wesentliche Ergebnisse öffentlich sind, personelle Kompetenz und Entscheidungswege geprüft sowie Interessenkonflikte und Minderheitsvoten dokumentiert werden. Nötig sind auch Regeln für Ablehnung und Entzug. Ein Prädikat, das fast jedes Mitglied erhält, wäre kein Orientierungssystem, sondern ein Verbandslogo.

Der Fall Berlin zeigt, dass nicht fehlende Formulare das größte Risiko waren. Menschen trafen Entscheidungen, andere Menschen sollten sie kontrollieren, und vorhandene Institutionen griffen nicht rechtzeitig ein. Deshalb darf eine wirksame Prüfung nicht nur fragen, ob ein Versorgungswerk über Prozesse verfügt. Sie muss zeigen, wer entscheidet, wer widersprechen kann, wer kontrolliert – und wer am Ende die Verantwortung trägt.

ist ein dreckiger Lappen.“ ANDRÉS MANUEL LÓPEZ OBRADOR, 2020
ist reiner Terrorismus.“ ALEKSANDAR VUČIĆ, 2025
lügt.“ CRISTINA KIRCHNER, 2023
ist eine terroristische Organisation.“ ISMAIL CHATIB, 2022
ist ein riesiges Problem.“ LIZ TRUSS, 2025
verbreitet Fake News.“ RODRIGO DUTERTE, 2018
ist ein Verrat am Vaterland.“ ROSARIO MURILLO, 2025
ist dafür bekannt, Lügen zu verbreiten.“ YOWERI MUSEVENI, 2012
ist Leugnung des Völkermords.“ PAUL KAGAME, 2014
ist ein Dieb.“ HUNSEN, 2017
ist ein Propagandakrieg gegen uns.“ ABBAS STANEKZAI, 2024
ist ein feindliches Medium.“ MILORAD DODIK, 2016
treibt die Konterrevolution Tag und Nacht voran.“ ENVER HOXHA, 1976
ist eine Lüge.“ ALEXANDER LUKASCHENKO, 2007
begeht einen ähnlichen Fehler wie Bucharin.“ JOSEPH STALIN, 1925
ist ein Propaganda-Netzwerk des Feindes.“ TALIBAN-FÜHRER, 2015
ist ein Klatschmedium.“ JEFFREY EPSTEIN, 2015
ist zu 90 % linksgerichtet.“ BENJAMIN NETANJAHU, 2024
„Die Presse ist Medienterrorismus, ein Psycho-Krieg.“ NICOLÁS MADURO, 2013
ist Abschaum.“ JAIR BOLSONARO, 2020
ist von Anfang bis Ende reine Erfindung.“ ADOLF HITLER, 1932
ist ein Kanal, der Putsche plant.“ HUGO CHÁVEZ, 2007
ist ein streunender Hund.“ MUAMMAR AL-GADDAFI, 2011
lügt.“ RECEP TAYYIP ERDOĞAN, 2019
druckt nicht die Wahrheit.“ RICHARD NIXON, 1972
sendet haltloses und unwahres Material.“ AL-SCHABAB, 2010
verfälscht die Wahrheit.“ SLOBODAN MILOŠEVIĆ, 2002
wird von der CIA finanziert.“ ISAIAS AFEWERKI, 2009
ist das Hauptquartier der Fünften Kolonne.“ MAGOMED DAUDOW, 2016
lügt.“ VIKTOR ÓRBAN, 2018
ist eine Hetzmaschine.“ AVIGDOR LIEBERMAN, 2017
ist ein Erpresser.“ IMRAN KHAN, 2018
zählt Geld, um Lügen zu verbreiten.“ HASSAN NASRALLAH, 2020
ist ein Geheimdienst.“ ISMAIL AHMADI-MOGHADDAM, 2010
ist ein Lügengebilde.“ GOTABAYA RAJAPAKSA, 2023
ist ein Pamphlet, das Fake News veröffentlicht.“ NAYIB BUKELE, 2024
ist eine politische Zeitung.“ CHARLES TAYLOR, 2009

DIE FREIE PRESSE
ZU UNTERSTÜTZEN
IST EINFACHER,
WENN MAN WEIß,
WER ES NICHT TUT.

RF REPORTER
OHNE GRENZEN

Staatsanleihen machen Staat

Von Patrick Eisele

Government Bonds, das Fundament der Kapitalanlage von Versicherungen, bieten wieder auskömmliche Renditen. In diesem spielen Peripherieländer weiter eine Rolle, werden aber nun trotz Solvency II nicht als risikolos angesehen. Manche Versicherer nutzen für die Direktanlage auch EM Bonds. Dies zeigt ein Blick in die Geschäftsberichte der Versicherungen.

Bonds are back! – dies gilt spätestens seit Anfang 2022 als das jahrelange Rendite-Siechtum vom Niedrigzins zum Nullzins und dann zum Negativzins schlagartig zu Ende ging. Spürbar bemerkbar machte sich das Bond Comeback insbesondere bei Staatsanleihen. In den Bilanzen der Versicherer wurden, auch bedingt durch längere Durationen, quasi über Nacht aus stillen Reserven stille Lasten. Dagegen sehr positiv ist, dass Govys in der Neuanlage wieder – und immer noch – Spaß machen. Beispielsweise berichtete die Signal Iduna zum abgelaufenen Geschäftsjahr: „Den Schwerpunkt der Neuanlage in Zinsträger im Direktbestand bildeten ausgewählte Staatsanleihen.“ In den Berichten der VPV ist zu lesen: „Aufgrund des aktuellen Zinsumfeldes sind wir in der Lage, bei Neuanlagen auskömmliche Renditen bei Investments in sichere Anlagen wie zum Beispiel Staatsanleihen und Pfandbriefen zu erwirtschaften.“

Staatsanleihen zugetan sind aufgrund von ALM- und Solvency-II-Überlegungen vor allem Lebensversicherungen. In deren Allokationen kommen Staatsanleihen auf ein höheres Gewicht als Unternehmensanleihen oder sonstige Anleihekategorien. Nicht-Lebens-Versicherer haben dagegen mehr in Corporate Bonds als in Government Bonds angelegt. Beim Münchener Verein sind es in

der letzten 20 Prozentpunkte mehr Staats- als Unternehmensanleihen, in der Kranken aber elf Prozentpunkte mehr Corporates als Govys. Die DEVK RE hat laut ihrem jüngsten Jahresbericht sogar nur 3,3 Prozent in Staatspapieren angelegt, dafür aber 24 Prozent in Unternehmensanleihen und 21 Prozent in Wertpapieren von Kreditinstituten und anderen Finanzdienstleistern.

Genauere Einblicke dazu, welche staatliche Emittentenrisiken die Versicherungen eingehen, geben börsengelistede Versicherungen. Die Nürnberger Beteiligungs-AG, Holding der vor wenigen Monaten von der Vienna Insurance Group übernommenen Nürnberger Versicherung, führt im Konzernlagebericht mit Nordrhein-Westfalen, Frankreich, Berlin, Italien und Österreich ihre fünf größten Schuldner auf. Diese kommen auf Anteile von 2,2 bis 1,3 Prozent. Mit Details wartet auch die Allianz SE auf. Die Allianz berichtet zum Halbjahr über ein Debt Exposure von 74,1 und eine Government-Bond-Allokation von 33,1 Prozent. Letztere besteht zu 12,1 Prozent aus Bundesanleihen sowie zwischen 10,9 und 7,5 Prozent aus Staatsanleihen von Frankreich, Italien und den USA.

Polen ein geschätzter Emittent

Am meisten Transparenz bietet die Munich Re. Die Rückversicherung teilt zum Halbjahr mit, dass ihr 70 Milliarden Euro zählendes Government- und Semi-Government-Bonds-Portfolio zu 20 Prozent in Germany, zu 18 Prozent in den USA und zu neun Prozent in Kanada investiert ist. Ohne Supranationals listet die Rückversicherung 14 Staaten auf, denen man Kredit gewährt. Außerhalb von Euroland hält man Anleihen von Australien und Israel. Zudem hat die Munich Re 16 Milliarden Euro in Emerging Markets

Government Bonds allokiert. Namentlich aufgeführt sind China, Mexiko, Indien, Rumänien, Brasilien, Ungarn, Chile und Südafrika. Mit Abstand größter Emittent in diesem EM-Portfolio ist mit knapp einem Viertel Polen.

Polen? Überzeugt von diesem osteuropäischen Emittenten ist auch ein ebenfalls an der Isar ansässiger Fondsmanager. Für DJE haben polnische Staatsanleihen viele Argumente. Oleg Schantorenko führt zuvorderst an, dass es sich um ein EU-Mitglied handelt, das sich mehr und mehr an Kern-Europa annähert. Zudem profitiere Polen von EU-Förderprogrammen, weist Wachstum auf und hat kein großes Inflations- oder Bonitätsthema. Von S&P gibt es die Note A. „Vieles spricht für eine Renditeannäherung an Kerneuropa“, so der Deputy Head of Institutional Clients. Von diesen Argumenten sollte nicht zuletzt die Währung profitieren, weshalb DJE auch in eine bis 2033 laufende Zloty-Anleihe investiert ist. Diese rentiert mit sechs Prozent und ist mit einem Anteil von 2,3 Prozent derzeit die größte Fondsposition im DJE – Zins & Dividende. Ein zehnjähriger Euro-Bond der Republik Polen bringt knapp vier Prozent.

Die Maturity beläuft sich bei der Munich Re im Schnitt bei zwölf Jahren im Govy-Portfolio und bei sieben Jahren im Emerging-Market-Portfolio. Anzunehmen ist, dass man mit Blick auf die Volumina bis zur Endfälligkeit investiert bleiben möchte. Für kleinere Anleger hat „Polen“ aber noch ein weiteres Argument: „Wir sind schon länger in polnische Staatsanleihen investiert. Diese stellen für uns eine opportunistisch-taktische Position dar. Als Boutique mit etwa 18 Milliarden Euro an Assets under Management sind die Papiere zu diesem Zweck für uns mehr als ausreichend liquide“, so Schantorenko. Ebenfalls den Schwellenländern zugetan ist die Mecklenburgische Versicherungs-Gesellschaft a.G. hat etwas zwölf Prozent ihrer 1,034 Milliarden Euro an Staatsanleihen in Emerging-Market-Emissionen investiert. Bei den Unternehmensanleihen machen Schwellenländer etwa 13 Prozent der insgesamt 921 Millionen Euro aus.

21x Solva-Quote null

Rein aus Solvency-II-Gesichtspunkten sind mit einer Kapitalanforderung von null Prozent Staatsanleihen aus den 21 Euroländern hochattraktiv. Teures Eigenkapital können Versicherer dafür beispielsweise für Private Equity nutzen. Mit Eigenkapital zu unterlegen sind dagegen Nicht-Euro-EU-Länder wie Rumänien (die für Euro-Emissionen für längere Laufzeiten eine Rendite von bis zu sieben Prozent bieten (!)). Von den 21 Euroländern sind jedoch die baltischen Staaten, Slowenien, Malta oder Zypern liquiditätstechnisch herausfordernd. „In Staatsanleihen sind wir wegen Solvency II ausschließlich in Emissionen der Euroländer investiert. Das zur Verfügung stehende Spektrum ist für die Bayerische ausreichend“, erklärte Judith Lechermann, CIO der Versicherung die Bayerische, vor einem Jahr im Interview mit portfolio institutionell. Der Fokus liege auf Frankreich, Italien und Spanien.

Nachhaltige Bemühungen können das Solvency-II-Spektrum noch weiter einschränken. Ausschlusskriterien für Staaten können bei Versicherungen neben Arbeitsrechts- und Menschenrechtsverletzungen sowie „Paris-Verweigerer“ und Korruption auch bezüglich Rüstung ein Verstoß gegen Anti-Personen-Minen betreffen. Aus diesem sogenannten Ottawa-Abkommen sind Finnland und die drei baltischen Staaten ausgetreten. Herausfordernd scheint für Versicherungen derzeit auch zu sein, CO₂-Daten für Staaten zu ermitteln. Dies spricht neben dem Spread für Unternehmensanleihen. Mit Blick auf soziale Nachhaltigkeit wird öfters der Freedom House Index genutzt. Die VHV berichtet beispielsweise, dass man seit diesem Jahr Neuinvestitionen in Staatsanleihen nur in den Ländern vornimmt, die von Freedom House als „frei“ eingestuft werden. Bereits genutzt wird der Staatenindex unter anderen von Concordia, Debeka oder WWK. Dieser schränkt jedoch keine Investments in Euroländer ein.

Viele nutzen Freedom-House-Index

Außer ESG-Daten und Spreads hat natürlich auch vor etwa zehn Jahren die Staatsschuldenkrise und das PIIGS-Drama zu einer gewissen Substitution von Staats- durch Unternehmensanleihen geführt. Gleichwohl sprechen Solva-Null und Renditen für Peripherie-Anleihen. Die Munich Re hat vier Prozent ihres Govy-Portfolios in Spanien investiert, was eine doppelt so große Quote als Italien bedeutet. Auch die Signal Iduna vertraut auf Spanien und zählt die Südeuropäer mit 2,6 Prozent ihrer Kapitalanlage zu den „Top-Emittenten“. Die DEVK berichtet, dass man „im niedrigen Umfang“ Anleihen von den europäischen Peripherieländern Italien, Irland, Spanien und Portugal hält.

Jede Versicherungsgesellschaft dürfte aber ihre Lehren aus der damaligen Krise für das Risikomanagement gezogen haben. So berichten die Ideal und die Itzehoer, dass man zwar die Solvency-II-Standardformel nutzt. Aber, so beide Versicherer: Europäische Staatsanleihen werden nicht als risikolos angesehen. Die Baloise Leben wiederum achtet in ihrem Risikomanagement auf eine hohe Fungibilität. Darum halte man „hohe Bestände an liquidierbaren Pfandbriefen und Staatsanleihen“. Nach vorne geblickt, macht man sich auch weniger Sorgen um die PIIGS als um Frankreich. Dass die Spreads französischer Staatsanleihen im vergangenen Jahr erstmals höher ausfielen als die von Italien wurde in der Assekuranz interessiert registriert.

Vor allem auf dem Radar sind aber die Renditepotenziale, die nun auch sichere Papiere bieten. Zum Halbjahr konnte die Talanx über Neuanlagen den Durchschnittskupon ihrer Rentenpapiere von drei auf 3,2 Prozent steigern. Negativ macht sich das gestiegene Zinsniveau allerdings in der eigenen Finanzierung bemerkbar. Die Talanx musste eine eigene Emission mit Fälligkeit im Jahr 2033 mit einem Kupon von immerhin 3,75 Prozent bestücken. Erfreulich ist dieser hingegen für investierende Versicherungen wie dem HDI.

Goldene Locken statt grauer Haare

Von Tobias Bürger

Der Ausfinanzierungsgrad der Pensionswerke im Dax eilt von Rekord zu Rekord. Wer bei dieser wichtigen Kennzahl die Nase vorn hat und außerdem ein üppiges Planvermögen verwaltet, zeigen Auswertungen von WTW und Aon. Welche Anlageklassen besonders gefragt sind, auch das haben wir aufgeschrieben.

Es ist zu vermuten, dass den Unternehmerinnen und Unternehmern in Deutschland angesichts der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zunehmend graue Haare wachsen. Die Pensionswerke der börsennotierten Unternehmen bewegen sich hingegen in einem Umfeld, dem man das Prädikat „Goldlöckchen“ verleihen könnte. Damit ist allgemein gesprochen ein Zustand gemeint, der genau das richtige Mittelmaß zwischen zwei Extremen trifft: Es ist nicht zu heiß, nicht zu kalt; nicht zu viel und nicht zu wenig.

Goldene Löckchen sprießen vor allem bei den Pensionswerken der Konzerne im Deutschen Aktienindex (Dax) – was sich am Ausfinanzierungsgrad ablesen lässt. Diese Kennzahl, bei der das angesammelte Planvermögen mit den Pensionsverpflichtungen ins Verhältnis gesetzt wird, entwickelt sich äußerst günstig. Deutlich wird das an der Modellberechnung „German Pension Finance Watch“ von WTW. Laut der Beratungsfirma stieg der Ausfinanzierungsgrad der Dax-Unternehmen zur Jahresmitte auf 90,8 Prozent und damit erstmals über die 90-Prozent-Marke. Ende 2025 hatte er bei 87 Prozent gelegen, ein Jahr zuvor bei 82 Prozent. Laut der Beratungsfirma Aon hat inzwischen bereits rund jeder vierte Dax-Konzern seine Pensionsverpflichtungen vollständig durch Planvermögen abgesichert.

Treiber der positiven Entwicklung bei den Pensionswerken waren im ersten Halbjahr 2026 ein leichter Anstieg des internationalen Rechnungszinses um zehn Basispunkte auf 4,20 Prozent, was die Verpflichtungen im Nenner der Formel entlastet, sowie eine insgesamt positive Entwicklung der Kapitalmärkte, die den Zähler vergrößert. Laut der Modellberechnung legten die Planvermögen der Dax-Unternehmen zwischen Januar und Juni um 3,5 Prozent auf 264,9 Milliarden Euro zu. „Trotz der zwischenzeitlich hohen Volatilität an den Kapitalmärkten haben sich die deutschen Pensionswerke im ersten Halbjahr 2026 bemerkenswert robust entwickelt“, erklärt Hanne Borst. Getragen von den Kapitalmärkten und dem weiterhin erhöhten Zinsniveau hätten die Ausfinanzierungsgrade vieler Pensionspläne zum Halbjahr erneut sehr hohe Werte erreicht, so die Leiterin Retirement Deutschland bei WTW.

Eine Frage der Asset-Allokation

Die Anlagestrategien der Dax-Firmen zielen laut Aon nicht auf eine maximale Rendite ab, sondern auf eine verlässliche, risikoadäquate Finanzierung der Zusagen. Die Planvermögen bestehen daher überwiegend aus Unternehmens- und Staatsanleihen, ergänzt um Aktien und Fonds, Versicherungsprodukte und Immobilien. Mithilfe von Asset-Liability-Analysen passen die Kapitalsammelstellen die Struktur und die Laufzeiten der Anlagen regelmäßig eng an die erwarteten Zahlungsströme aus den Pensionsplänen an.

Neben den direkten, unmittelbar von den Konzernen angebotenen Pensionsplänen können die Firmen auch Beiträge an externe Versorgungssysteme zahlen, also Pensionskassen, Pensionsfonds, Unterstützungskassen oder Versicherungen. Diese Zahlungen

werden laut Aon oftmals als sogenannte Defined-Contribution-Aufwände gezeigt, die keine Rückstellungsbildung erfordern. In den Geschäftsberichten zeigen sich dafür bedeutende Beträge, die insbesondere auch auf außerhalb Deutschlands weit verbreitete Beitragszusagen zurückzuführen sind.

Siemens ist besonders planvermögend

Welche Schwerpunkte die Anlagestrategien im Einzelfall setzen, zeigt ein Blick in die Bücher von Siemens. Das derzeit zweitwertvollste Unternehmen im Dax hinter SAP (beide liefern sich mit einer Marktkapitalisierung von um die 211 Milliarden Euro (Stand: 20. August 2026) ein Kopf-an-Kopf-Rennen) weist im Geschäftsbericht 2025 leistungsorientierte Verpflichtungen in Höhe von rund 26,9 Milliarden Euro aus. Ihnen steht ein Planvermögen von 27,4 Milliarden Euro gegenüber. Mit dieser enormen Summe ist Siemens unangefochtener Spitzenreiter bei den Planvermögen. Auf dem zweiten Platz liegt die Mercedes-Benz-Group mit 22,9 Milliarden Euro vor BASF mit 20,3 Milliarden Euro.

Ihre Verpflichtungen aus der betrieblichen Altersversorgung (bAV) haben auch die anderen Börsenschergewichte mit Kapitalanlagen in einer großen Bandbreite unterfüttert. Beim Deckungsgrad der Pensionsverpflichtungen dominierte die Commerzbank am Jahresende 2025 mit beachtlichen 121 Prozent (i.V.: 111 Prozent) die Führungsgruppe, während die Mercedes-Benz-Group 113 Prozent (104 Prozent) auf die Waage brachte und damit die zuvor zweitplatzierte Deutsche Bank mit ihren 108 Prozent (107 Prozent) auf den dritten Rang verwies.

Wie sich die Kapitalanlagen im Planvermögen von Siemens zusammensetzen, geht aus der Tabelle gegenüber hervor. Festverzinsliche Anlagen stellen für die Münchner die mit Abstand wichtigste Asset-Klasse dar, wobei Unternehmensanleihen von größter Bedeutung sind. Die Corporates-Quote lag zum Stichtag 30. September 2025 bei 31,6 Prozent. Damit hat sich ihr Anteil gegenüber dem Vorjahreswert mit damals 30,0 Prozent erhöht.

Die Position „Alternative Anlagen“ umfasst bei Siemens Anteile an Hedgefonds, Anlagen in Private Equity sowie Immobilien. Der Posten „Multi-Strategie-Fonds“ enthält laut Geschäftsbericht überwiegend Absolute-Return- und Diversified-Growth-Fonds, die innerhalb eines Fonds in verschiedene Vermögensklassen investieren. Das soll die Vermögenserträge stabilisieren und ihre Volatilität reduzieren. Die Position „Derivate“ setzt sich überwiegend aus Finanzinstrumenten zur Sicherung des Zins- und Inflationsrisikos zusammen.

Der Essener Baukonzern Hochtief ist am 22. Juni 2026 in den deutschen Leitindex aufgestiegen und hat dabei die Porsche Automobil Holding SE verdrängt. Der Dax-Neuling weist laut Aon Pensionsverpflichtungen von knapp 600 Millionen Euro aus, die durch Plan-

vermögen von 367 Millionen Euro teilweise gedeckt sind. In der Bilanz der Porsche SE stehen Pensionsrückstellungen in Höhe von spärlichen 32 Millionen Euro. Planvermögen ist nicht vorhanden.

Milliarden fließen aus den Pensionswerken ab

Laut Aon beginnt nun eine neue Phase für die bAV, denn die geburtenstarken Jahrgänge der sogenannten Babyboomer erreichen das Rentenalter. Das bekommen auch die bAV-Einrichtungen mehr und mehr zu spüren. Als Babyboomer werden laut dem Bundesinstitut für Bevölkerungsforschung jene Personen bezeichnet, die hierzulande etwa von Mitte der 1950er bis Ende der 1960er Jahre geboren wurden. Der Geburtsjahrgang 1964 ist mit 1,35 Millionen Personen der geburtenstärkste Jahrgang seit 1945.

Im Vorjahr haben die Dax-Pensionswerke insgesamt knapp 16 Milliarden Euro an Renten und sonstigen bAV-Leistungen ausgezahlt. Aufgrund des vermehrten Renteneintritts der Babyboomer sei für 2026 mit einem weiteren Anstieg zu rechnen, prognostizieren sie bei Aon. Was die Auszahlungsformen betrifft, sind die Unternehmen flexibel. Die Mehrheit bietet Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern die Möglichkeit, zwischen Kapitalzahlungen, Ratenzahlungen und Rentenzahlungen zu wählen.

Übrigens: Sollte sich das Zinsniveau bis Jahresende auf hohem Niveau stabilisieren oder sogar weiter steigen, werden wir weitere Dax-Konzerne mit vollständig ausfinanzierten Pensionsverpflichtungen sehen. Das prognostiziert Christoph Tellmann, Senior Consultant bei Aon Wealth Solutions Germany. Vollständig gedeckte Pensionsverpflichtungen seien sowohl für Arbeitgeber als auch für Arbeitnehmer positiv, lautet sein Fazit. Denn sie stabilisierten die Liquidität, erhöhten den Insolvenzschutz und steigerten das Vertrauen der Beschäftigten in die bAV.

Aufgliederung des Planvermögens von Siemens

	2025	2024
Aktien	3.571	3.186
Festverzinsliche Wertpapiere	12.330	13.196
# Staatsanleihen	3.677	4.411
# Unternehmensanleihen	8.654	8.786
Alternative Anlagen	4.558	4.905
Multi-Strategie-Fonds	3.677	4.002
Derivate	238	568
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	795	747
Versicherungsverträge	2.015	2.198
Sonstige Vermögenswerte	236	260
Summe	27.422	29.063

in Mio. Euro Quelle: Siemens, Geschäftsbericht 2025; © portfolio institutionell



Bild: Stockphoto

RISIKO ÜBERGEWICHT BEI INDIZES



Starkes Übergewicht schränkt nicht nur die Bewegungsfreiheit von Zweibeinern ein – Betroffene besitzen außerdem ein höheres Risiko für chronische Erkrankungen. Diese betreffen das Herz-Kreislauf-System, die Gelenkgesundheit, den Stoffwechsel und vieles mehr.

Auch in der Kapitalanlage kann Übergewicht zum Problem werden: Erreichen einzelne Wertpapiere, Sektoren oder auch Länder in einem Index infolge starker Kurszuwächse ein besonders hohes Gewicht, muss das Risikomanagement darauf Antworten finden. Wie global denkende Großanleger auf Schwergewichte in ihren Indizes reagieren, analysieren wir in der Titelstrecke. In einem zweiten Beitrag diagnostizieren wir den Verbreitungsgrad von Faktorstrategien unter institutionellen Anlegern. Für sie ist Factor Investing keine isolierte Renditewette, vielmehr ist auch hier die Wirkung auf das Gesamtportfolio entscheidend. Als besonders interessant gelten Multi-Faktor-Enhanced-Strategien mit geringem aktivem Tracking Error und einem Risiko nahe am Risikoprofil der jeweiligen Benchmark.

Auf der Suche nach dem Erfolgs-Faktor

Von Jochen Hägele

Faktorprämien gelten wissenschaftlich als robust, doch Anleger kämpfen mit unberechenbaren Schwankungen und langen Durststrecken bei der Performance einzelner Faktoren. Multifaktor-Ansätze könnten helfen, sind aber noch nicht weit verbreitet.

Eigentlich dürfte es Faktoren gar nicht geben. Schließlich postuliert die Hypothese effizienter Märkte, dass alle bekannten Informationen im aktuellen Kurs eingepreist sind und daher keinerlei Mehrwert für die Prognose liefern. Theoretisch müsste es also unmöglich sein, systematischen Mehrertrag bei Aktien zu erzielen. Insofern könnte man die Existenz von Faktoren als eine Anomalie der Märkte betrachten. Wissenschaftlich belegt sind sie dennoch, und sie erfreuen sich in Teilen des professionellen Marktes durchaus großer Beliebtheit. Aber die Faktorprämien systematisch zu vereinnahmen, ist in der Praxis alles andere als einfach, da die Prämien schwanken, sich gegenseitig aufheben und auch mal über lange Phasen unterdurchschnittlich abschneiden können. Zudem stehen Investoren vor der Grundsatzentscheidung zwischen taktischen Einzelfaktoren und Multi-Faktor-Ansätzen.

Grundsätzlich sieht die Branche das Konzept positiv. In einer Invesco-Studie von 2024 bezeichneten immerhin 80 Prozent der befragten systematischen Anleger Factor-Tilting-Strategien als sehr hilfreich. In der Zwischenzeit hat sich dieses Bild eher noch verfestigt, erklärt Georg Elsässer, leitender Portfoliomanager für quantitative Strategien bei Invesco. Allerdings gilt es beim praktischen Einsatz klar zu unterscheiden zwischen den Nutzern. Während etwa Dachfondsmanager oder Vermögensverwalter Faktoransätze häufiger nutzen, setzen langfristige Investoren gerade in Deutsch-

land entsprechende Strategien eher in kleineren Dosen ein. Die Allianz Leben investiert etwa laut Geschäftsbericht in mehrere faktorbasierte Best-Styles-Strategien von Allianz Global Investors.

Im Versicherungs- und Pensionskassensegment spielen die Strategien in der Breite jedoch eine untergeordnete Rolle. Das ist auch die Beobachtung von Ralf Bräuer, Senior Advisor beim Beratungsunternehmen Faros Consulting. Die Nutzung von Faktorstrategien nahm seiner Meinung nach gemessen am investierten Gesamtvolumen sogar eher ab. Die Euphorie der frühen Jahre, als Faktoren und Smart-Beta-Ansätze richtig aufkamen, scheint nachzulassen. Der Grund liege unter anderem in der Erfahrung, dass selbst über viele Jahre bewährte Faktoren wie Value oder Size den Gesamtmarkt mindestens ebenso lange underperformen können, ohne dass sich die Ursachen ex ante eindeutig bestimmen lassen.

Für institutionelle Anleger ist Factor Investing schließlich keine isolierte Renditewette. Entscheidend ist die Wirkung auf das Gesamtportfolio: Wie verändert ein Faktorengagement das Aktien-Beta, den Tracking Error, die Liquidität, die Kosten. Und welche relative Underperformance akzeptiert das Aufsichtsgremium über welchen Zeitraum? „Grundsätzlich ging es den Investoren um die Erzielung des systematischen Mehrertrages, der durch die Finanzmarktforschung für einige Faktoren bestätigt schien“, sagt Bräuer. Allen voran die „klassischen“ Faktoren wie Size, Quality, Value, Low-Volatility und Momentum. Die praktischen Erfahrungen haben aber in den vergangenen Jahren bei weitem nicht immer überzeugt. Zwar haben die meisten Faktor-Versionen des Weltindex MSCI World den klassischen MSCI World über die meisten Phasen outperformt, doch gab es durchaus lange Durststrecken. So

dauerte etwa die längste Drawdown-Phase des Value-Faktors rund 13 Jahre von 2007 bis 2020, und auch von 2023 bis zuletzt hat der MSCI Value-Index deutlich schwächer abgeschnitten als der Gesamtmarkt. Besonders ausgeprägt ist die bekannte Schwäche bei Small Caps, aktuell liegt der MSCI World Small Cap über drei und fünf Jahre weit hinter dem Standardindex zurück.

Faktorprämien sind kurzfristig unberechenbar

Die unregelmäßigen und kaum vorhersagbaren Schwankungen ändern aber nichts an der Existenz der klar nachgewiesenen Prämien, meint etwa Elsässer: „Die Prämien, die mit Value, Momentum und Qualität einhergehen, sind persistent, strukturell und nicht-arbitrierbar“, sagt er. In anderen Worten: Sie haben schon immer existiert und werden in Zukunft fortbestehen. Allerdings materialisieren sich die einzelnen Faktorprämien je nach Marktszenario unterschiedlich. Es lässt sich damit zwar vorhersagen, wie sich die einzelnen Faktoren mit hoher Wahrscheinlichkeit in verschiedenen Marktszenarien verhalten werden, die Vorhersage eben dieser Marktszenarien ist dagegen schwierig bis unmöglich.

Auch für David Striegl, Portfoliomanager bei Kepler Fonds, ist das kein Grund, das Konzept in Frage zu stellen: „Faktorprämien sind zyklisch, und das ist auch der Grund, warum sie überhaupt existieren.“ Würden Momentum oder Value verlässlich eine stetige Mehrrendite liefern, wäre die Prämie längst weg arbitriert. Gerade auch Phasen unterdurchschnittlicher Performance seien daher Teil des Mechanismus, der die langfristige Prämie rechtfertigt. Dazu zählen auch Phasen der Übertreibung. „Überhitzung ist bei Faktor-Strategien denkbar und empirisch belegbar“, sagt Kepler-Experte Striegl. Das gilt für einige Faktoren mehr als für andere – (siehe Kasten, Seite 42). Gerade diese Volatilität macht Asset Ownern aber zu schaffen. Dazu kommt, dass in Krisen die Absicherung solcher Strategien schwierig ist. Faros-Experte Bräuer erklärt: „Die verfügbaren liquiden Derivate bilden keine Faktoren ab und können diese damit auch im Fall einer Korrektur nicht verlässlich sichern.“

Implementierung und die Grenzen des Faktor-Timings

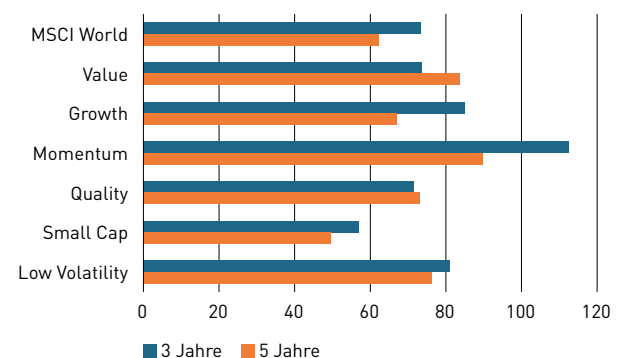
Auch die Einbettung in den Gesamtkontext eines Portfolios ist anspruchsvoll. Im Idealfall geht dem eine Analyse voraus, um die Faktorausprägungen des Gesamtportfolios und potenzielle Lücken zu bestimmen, erklärt Invesco-Experte Elsässer: „In der Praxis ist das jedoch häufig eine hochkomplexe Übung.“ Ein Faktor-Overlay über das Gesamtportfolio sei theoretisch zwar sinnvoll, praktisch jedoch schwer zu implementieren. Dazu brauche es eine vollständige Durchschau aller Investments, eine klare Vorstellung, welche Faktorallokation auf Gesamtportfolioebene gewünscht ist, und schließlich die Konstruktion eines Portfolios, das präzise die fehlenden Faktor-Exposures generiert. „Solche Portfolios sind aufwändig zu erstellen und zu managen“, erklärt der Portfoliomanager. Daher würden solche Faktor-Overlays kaum umgesetzt.

Das sieht Ralf Bräuer ähnlich: Seine institutionellen Kunden mit Faktoransätzen nutzen hauptsächlich taktische Exposures in Form aktiver oder passiver Fonds, etwa auf Value, Growth oder auch Dividenden. „Das gewünschte Faktorexposure lässt sich so bei marktbedingten Faktorenwechseln kostengünstig und unkompliziert anpassen.“ In Spezialfonds werden solche Ansätze aufgrund schwer prognostizierbarer Faktorwechsel kaum eingesetzt. Es lohne sich schlicht nicht, einen guten Faktormanager zu selektieren und zu mandatieren, wenn bereits nach kurzer Zeit ein Wechsel auf einen anderen Faktor – und damit eine Mandatsveränderung – erforderlich wäre. Im Rahmen eines ganzheitlichen Risikomanagements hält Bräuer den gezielten Einsatz von Faktorstrategien aber durchaus für einen vielversprechenden Baustein. Überhaupt ist die aktive Faktorsteuerung wohl ähnlich schwierig wie aktives Management von Einzeltiteln. Die Literatur dazu hat Ausmaße angenommen, dass ein Experte in Anlehnung an den „Faktor Zoo“ von einem „Faktor-Timing-Zoo“. Immerhin ergaben andere Studien, dass ein naives gleichgewichtetes Faktorportfolio denselben Mehrwert wie ausgefeiltere Allokationsstrategien liefern kann.

Stabile oder dynamische Faktor-Mischungen

Für Georg Elsässer sind gerade die Timing-Probleme ein wichtiges Argument für eine stabile Faktordiversifikation. Diese bieten etwa Multi-Faktor-Strategien, die zu jedem Zeitpunkt die unterschiedlichen zyklischen Eigenschaften verschiedener Faktoren ausgleichen und so ein Faktortiming vermeiden. „Im Kern sollen Faktorprämien im diversifizierten Aggregat gehoben werden, ohne eine bestimmte Präferenz für eine spezielle Faktorprämie“, so Elsässer. Das könne bei manchen Strategien durchaus eine gewisse Variabilität in der Faktorallokation umfassen, die sich verändernden Risikoparametern Rechnung trägt, allerdings nicht im Sinne von Faktortiming. Diversifizierte Multi-Faktor-Strategien könnten so das Kern-Aktiensegment in der Asset Allocation bilden, wobei Beta und Tracking Error explizit gesteuert werden, erklärt Elsässer. Das könnte deutliche Diversifikationsvorteile in ein Portfolio bringen.

Faktoren liegen meist vor dem MSCI World



Stand: 19.08.26

Quelle: Onvista; © portfolio institutionell

Bester Investor Aktien

portfolio institutionell Awards 2026

Es ist Zeit für Exzellenz.

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





Amundi
Investment Solutions

DJE

 **EDMOND
DE ROTHSCHILD**

 **Fidelity**
INTERNATIONAL

Insight
INVESTMENT

 **MetLife**
Investment
Management

METZLER

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS

 **Principal**
Asset ManagementSM

 **STATE STREET**
INVESTMENT MANAGEMENT

 **Universal**
Investment

WELLINGTON
MANAGEMENT[®]

Denn das Faktorrisiko diversifiziere das normalerweise ausschließlich dominante Einzeltitelrisiko in traditionellen, konzentrierten Aktienstrategien und reduziere damit das aktive Risiko des Gesamtportfolios. Denn wichtig ist, dass unterschiedliche Faktorprämien nicht „additiv“ sind. Da Faktorprämien nicht perfekt miteinander korreliert sind, können durch die Aufnahme mehrerer Faktorprämien ins Portfolio risikosenkende Diversifikationsvorteile realisiert werden.

Besonders interessant laut Elsässer: Multi-Faktor-Enhanced -Strategien mit geringem aktivem Tracking Error und einem Risiko nahe am Risikoprofil der jeweiligen Benchmark. Das helfe zum einen Investoren, die eher aus einer passiven Brille auf ihr Beta-Investment schauen, eine solche aktive Strategie zu wählen. „Sie quadriert sozusagen den Kreis aus passiv-artigem und aktivem Risikoprofil“, sagt Elsässer. Doch auch für Anleger, die eher aus der traditionell aktiven Perspektive agieren, sei die effiziente Nutzung von Risikobudgets immer wichtiger. Auch dafür eignen sich Multi-Faktor-Enhanced-Strategien, laut Elsässer, da sie typischerweise langfristig ähnliche oder sogar höhere kumulierte aktive Renditen

bei deutlich geringerem aktivem Risiko erzielen. Das schaffe wiederum Freiheitsgrade in der Asset Allocation, die unter anderem für aktivere Alphastrategien verwendet werden können.

Der Einfluss von KI nimmt auch in der Umsetzung von Faktorstrategien zu. Dabei geht es laut Elsässer zu einem kleineren Teil darum, die Indikatoren zum Heben der einzelnen Faktorprämien zu verbessern. Darüber hinaus könnten KI-Elemente dabei helfen, Portfolios effizienter umzusetzen etwa im Hinblick auf Faktorallokation, Transaktionskostenschätzungen und Handelsstrategien.

Faktorstrategien setzen voraus, dass ihre Funktion im Portfolio klar definiert ist. Einzelfaktoren können als bewusstes, begrenztes Satellitenengagement eingesetzt werden, wenn der Investor das entsprechende Zyklus- und Drawdown-Risiko tragen will, während Multi-Faktor-Ansätze als breit diversifizierter Baustein im Aktiensegment Sinn machen können. In beiden Fällen ist aber nicht die kurzfristige Prämienprognose entscheidend, sondern eine robuste Portfoliokonstruktion, transparente Risikobudgets und die Fähigkeit, auch längere Phasen relativer Schwäche durchzuhalten.

Moment mal

Mit Blick auf die Faktorrenditen sticht Momentum seit Jahren heraus: Der globale Momentum-Index von MSCI hat über zehn Jahre fast den doppelten Ertrag geliefert wie sein Standard-Pendant und allein in den vergangenen drei Jahren rund 40 Prozentpunkte Zusatzrendite erzielt. Dasselbe gilt für die meisten aktiven Momentumstrategien. Mit den Kursen stiegen zuletzt auch die Sorgen vor einer Überhitzung und einem deutlichen Rückschlag.

Momentum gilt als einer der am besten nachgewiesenen Faktoren, zugleich aber als besonders volatil. Die Gründe für die Wirksamkeit des rein quantitativ zu beobachtenden Faktors sind schwer zu erfassen. Klar scheint, dass die Marktpsychologie eine zentrale Rolle spielt: Anleger neigen dazu, Gewinner zu kaufen und Verlierer zu meiden. Dieses Verhalten verstärkt bestehende Trends. Steigende Aktien ziehen mehr Aufmerksamkeit auf sich und damit mehr Kapital. Das setzt oft eine regelrechte Aufwärtsspirale in Gang. Unklar ist, ob der Trend zu passiv das Momentum über einen strukturellen Bruch verstärkt. Immerhin neigen auch passive Strategien dazu, bestehende Trends zu verstärken, in dem sie automatisch Kapital in bereits steigende Aktien leiten. Insofern könnte auch das einen Beitrag zum jüngsten Erfolg des Faktors leisten. Der Aufstieg der Magnificent Seven ist ein Paradebeispiel dafür. Geht es bei Trendfolge grob gesagt um die Richtung der Kurse, so geht Momentum genau genommen einen Schritt weiter und filtert diejenigen Aktien mit einer besonders starken positiven Dynamik respektive mit der höchsten Beschleunigung heraus.

Generell wirken Momentum-Strategien in steigenden Märkten wie ein zusätzlicher Hebel auf das Aktienmarkt-Beta. Gegenüber anderen Faktoren, die stark vom Umfeld für Zinsen und Konjunktur abhängen, sind Momentum-Strategien wesentlich

flexibler. Entsprechende Aktien können aus unterschiedlichen Regionen, Sektoren und Kategorien wie Value und Growth stammen. Das prädestiniert entsprechende Faktorstrategien, etwa einen potenziellen Favoritenwechsel von Growth zu Value erfolgreich zu navigieren.

Sorgen vor dem Momentum-Crash

Was Anleger freut, halten einige für ein mögliches Signal einer Überhitzung. So warnt etwa Chloe Duban, Anlagestrategin bei BNP Paribas: „Wenn Positionierungen entsprechend überfüllt sind, kann selbst eine moderate Veränderung der Marktstimmung eine ungeordnete Auflösung dieser Positionen auslösen.“ Besonders Momentum-Strategien neigen strukturell zu einem Überschießen: Da ihr Signal ausschließlich auf Kursbewegungen basiert, verstärken sie sich tendenziell selbst. Als Ergebnis entsteht eine „Negative Skewness“. Sprich: Die Faktorerträge entstehen schrittweise, kommt es zu Rückschlägen, fallen diese aber umso stärker aus. „Je überlaufener ein Trade wird, desto heftiger fällt die Korrektur aus“, so Duban.

Momentum-Crashes gab es in der Vergangenheit durchaus: Etwa in der „Quant-Krise“ im August 2007, aber auch in der Finanzkrise Anfang 2009 und zuletzt rund um die Covid-Pandemie, die mit einem Marktschock und einer folgenden Sektorrotation eine besonders herausfordernde Kombination darstellte. Aber trotz dieser zwischenzeitlichen Rückschläge lieferten Momentum-Strategien über Jahre hinweg einen deutlichen langfristigen Mehrertrag.

Vorsicht ist gleichwohl angebracht: Nach Meinung von David Striegl, Momentum-Fondsmanager bei Kepler-Fonds, wird es immer wieder zu Korrekturen kommen. Trotzdem seien Momentum-Ansätze als langfristiger Portfoliobaustein absolut sinnvoll: „Bei Momentum ist die Datenlage über mehr als hundert Jahre und über alle Anlageklassen robust“, so Striegl.

Eine Frage der Gewichtung

Von Tobias Bürger

Schwergewichtige US-amerikanische Aktien prägen die Performance des MSCI World Index. Das ist vielen Anlegern inzwischen nicht mehr ganz geheuer. Sie schwenken auf alternative Indexgewichtungen um. Warum das aus Risikogesichtspunkten nicht immer optimal ist, zeigt unsere Titelgeschichte. Darin kommt auch einer der mächtigsten deutschen Großanleger zu Wort, der bei der Gewichtung eigene Wege beschreitet.

Auch wenn sein Name ein wenig umständlich klingt, so hat der „Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung“, kurz: Kenfo, dennoch Vorbildcharakter. Denn die größte öffentlich-rechtliche Stiftung in Deutschland und zugleich der erste Staatsfonds der Bundesrepublik leistet in der Kapitalanlage ganze Arbeit. Den Anlageentscheidern und ihren externen Asset Managern ist es seit der Gründung im Jahr 2017 gelungen, das Anlagevermögen von ursprünglich 24,1 Milliarden auf knapp 28 Milliarden Euro (Stand: 30. Juni 2026) zu steigern, ohne dass frisches Geld hinzugekommen wäre, wie das bei anderen Großanlegern häufig der Fall ist. Im Gegenteil hat der Fonds seither schon 5,3 Milliarden Euro an Entsorgungskosten für Atommüll an den Bund ausgeschüttet.

Der Atomfonds steuert zielstrebig auf die 30-Milliarden-Euro-Marke zu – und das trotz der Rückschläge im Jahr 2022, als das damals vor allem in Aktien und Anleihen investierte Kapital um 13,1 Prozent abgeschmolzen war. Diese Delle wurde längst ausgebügelt. Im Zeitraum von 2023 bis 2025 rentierte das investierte Kapital mit durchschnittlich 9,2 Prozent p.a. Im Vergleich zu anderen deutschen Pensionskassen oder Versicherungen unterliegt der Kenfo in seiner Kapitalanlage geringeren Restriktionen.

Einen Schwerpunkt bilden gegenwärtig Aktien; denn der Atomfonds verfolgt ein Ertragsziel, das mit quasi risikofreien Anlagen allein nicht zu erwirtschaften wäre. Insofern müssen sie in Berlin ins Risiko gehen. Am Ende des vergangenen Jahres dominierten börsennotierte Aktien den Bestand mit einem Anteil von 41,0 Prozent, gefolgt von Anleihen mit 39,4 Prozent und nicht-börsennotierten Anlagen mit 14,3 Prozent. Zu dem Zeitpunkt lagen Aktien von 3.792 Unternehmen aus der ganzen Welt im Portfolio.

Etwa zwei Drittel des Fonds werden aktiv gemanagt. Im Umkehrschluss spielen also auch passive Anlagen eine wichtige Rolle. „Wir versuchen je nach Aktiensegment – zum Beispiel im Bereich der Global Developed Markets, der Small Caps oder auch der Reits – jene Strategien zu identifizieren, die bei dem aktiven Risiko, das wir eingehen, den höchstmöglichen Ertrag generieren“, sagt Dr. Marc-Gregor Czaja im Gespräch mit portfolio institutionell. Der Anlageexperte hat am 1. Oktober 2025 die Leitung des Bereichs Asset Allokation beim Kenfo übernommen. „Technisch gesprochen geht es dabei um die Optimierung der Information Ratio. Wenn in einem Segment jedoch nach unserer Einschätzung kein nachhaltiges Information Ratio größer als null erwirtschaftet werden kann, dann machen wir das de facto passiv.“

Einzeltitelentscheidungen treffen sie beim Kenfo nicht, sondern überlassen das externen Asset Managern. „Sie bekommen von uns eine Benchmark und eine Investment Guideline. Anschließend nehmen sie in dem Rahmen das Stock Picking für uns vor“, bemerkt Czaja, der vor seinem Wechsel zum Kenfo bei Allianz Investment Management tätig gewesen ist, zuletzt als Head of Asset Allocation Analysis.

Bei der Streuung der Kapitalanlagen priorisiert der Kenfo den europäischen Markt. Auf diesen entfielen am Ende des vergangenen Jahres 42 Prozent, weitere 34 Prozent auf Nordamerika, wohingegen Südamerika mit drei Prozent kaum eine Rolle spielt. 15 Prozent der Assets arbeiten in Asien. Sechs Prozent bewegen sich im Rest der Welt. Und auch bei seinen Aktienanlagen beschreitet der Kenfo unkonventionelle Wege, wie Marc-Gregor Czaja berichtet: „Wir gewichten auf einer regionalen Ebene europäische Aktien stärker als eine reine Marktkapitalisierung das vorsehen würde. Im Umkehrschluss dazu gewichten wir US-Aktien weniger stark. Innerhalb dieser Segmente folgen wir dann aber trotzdem weitgehend der Marktkapitalisierung.“

Damit verfolgt der Kenfo eine anders gelagerte Strategie als sie der bei institutionellen Anlegern weit verbreitete MSCI World Index vorgibt. Dieser berücksichtigt Unternehmen mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung in den Ländern der entwickelten Märkte. Laut Indexanbieter MSCI deckt er rund 85 Prozent der nach dem Streubesitz gewichteten Marktkapitalisierung in jedem Land ab. Aber: Im „Weltindex“ MSCI World mit seinen 1.282 Mitgliedern entfallen derzeit 72 Prozent der Gewichtung auf Unternehmen aus den USA. Vor allem eine Handvoll Schwergewichte haben sich in den vergangenen Jahren besonders stark entwickelt und so die Indexperformance bestimmt. Mit großem Abstand dahinter folgen Japan (5,7 Prozent), Großbritannien (3,6 Prozent) sowie Kanada und Frankreich.

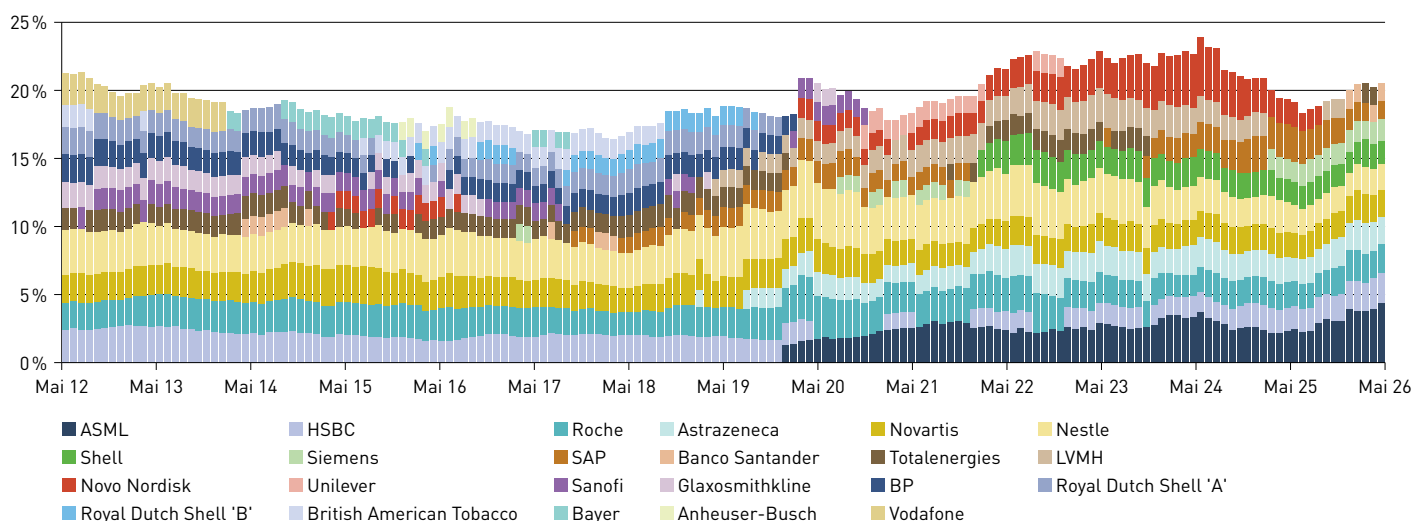
Indexschwergewicht im MSCI World ist Nvidia (Stand 31. Juli 2026: 5,18 Prozent) gefolgt von Apple (5,07 Prozent), Microsoft (3,66 Prozent) und Amazon mit einem Gewicht von knapp unter drei

Prozent. Jedes dieser Unternehmen kommt auf eine Marktkapitalisierung von mehr als zwei Billionen US-Dollar, wobei Nvidia mit 5,45 Billionen Dollar heraussticht. Der MSCI World wird dominiert durch den Technologiesektor mit einem Anteil von 28,8 Prozent. Für Anleger, die ihm stoisch und „passiv“ folgen, hat sich das auszahlt. Zum Stichtag 17. August 2026 stand eine Dreijahresperformance von 21,59 Prozent p.a. (in US-Dollar) zu Buche. Wem die Gewichtung ein Dorn im Auge ist und wer stattdessen zum MSCI World Equal Weighted Index gegriffen hätte, der auf einem alternativen Gewichtungsschema basiert, das Konzentrationsrisiken vermeiden soll, hätte mit 17,62 Prozent p.a. das Nachsehen gehabt. Dieses Risiko muss bei der Frage der Gewichtung ebenfalls berücksichtigt werden.

Zweistellige Renditen über Dekaden hinweg

Eine bärenstarke Performance liefert seit Jahren auch der S&P 500 ab. Der am 4. März 1957 eingeführte Index misst die Wertentwicklung des Large-Cap-Segments des US-Aktienmarktes. In den vergangenen zehn Jahren (Stand: 18. August 2026) erzielte er eine Performance von 13,40 Prozent per annum, damit ließ er dem auf die Nebenwerte ausgerichteten und seit dem 28. Oktober 1994 berechneten S&P Small Cap 600, der binnen zehn Jahren 9,13 Prozent p.a. erbracht hat, nicht den Hauch einer Chance. Auch in der längerfristigen Betrachtung setzt der S&P 500 Maßstäbe. Seit 1990 hat der Index im Schnitt rund 10,6 Prozent pro Jahr zugelegt. Verantwortlich waren dafür aber nicht die Aktien mit den höchsten Renditen. Entscheidend waren die Schwergewichte im Index, die Unternehmen mit einem hohen Börsenwert, wie das Family Office HQ Trust analysiert. Aktuelles Schwergewicht mit einem Anteil

Europas Top-Aktien: Viel Bewegung, wenig Klumpenrisiko



von 8,17 Prozent (Stand: 1. August 2026) ist Chiphersteller Nvidia gefolgt von Apple mit 6,73 Prozent und Microsoft (5,35 Prozent).

Die Indexgewichtung treibt Anleger um

Die Frage der Indexzusammensetzung ist etwas, das auch Ralf Bräuer vom Investment Consultant Faros beschäftigt. Der Kundenkreis der Frankfurter umfasst institutionelle Kunden wie Stiftungen, Sozialkassen, Versicherungen und Corporates ebenso wie kirchliche Zusatzversorgungskassen, Versorgungswerke und kommunale oder öffentlich-rechtliche Anleger. Bräuer verdeutlicht im Redaktionsgespräch, dass alle institutionellen Anleger mit Blick auf die Anlagemöglichkeiten und Kapitalmärkte vor den gleichen Herausforderungen stehen: „Wie stelle ich mich strategisch richtig auf? Welche Investments sind für mich die passenden? Sind aktive oder passive Ansätze vorteilhafter? Ist eine taktische Steuerung sinnvoll und notwendig?“ Das seien anlegergruppenübergreifende Fragen, sagt Berater Bräuer. Dabei gehe es auch immer um das beste Chancen-Risiko-Verhältnis und um die Frage, was unter Kostengesichtspunkten für den Anleger Sinn mache.

Strukturell haben passive Aktienstrategien in den vergangenen Jahren bei den Anlegern an Popularität gewonnen. „Wir sprechen mit unseren Kunden häufig über ETFs und nutzen sie neben aktiven Strategien auch für unsere Fiduciary-Mandate, die wir als OCIO betreuen. So landen ETFs sowohl zur strategischen Abbildung wie auch zur taktischen Steuerung in den Portfolios unserer Kunden“, so Bräuer. Allerdings: „Wenn das Anlagevolumen groß genug ist, machen Individualmandate mehr Sinn als ETFs.“ Ab einer Größe von etwa 100 Millionen Euro sei es unter Kostengesichtspunkten fast immer sinnvoll, passive Individualmandate zu vergeben, die darüber hinaus auch „costumized“, also individuell über eigene Anlagerichtlinien angepasst werden können.

Auf die Frage, ob die Anleger bei den Individualmandaten eine exakte Indexnachbildung bevorzugen oder sich Gedanken über Abweichungen davon machen, antwortet Bräuer so: „Die Anleger befassen sich zuerst mit der Anlageklasse, dann geht es um einen passenden Index. Als dritter Punkt kommt dann das Thema der Abweichung zum Beispiel über Ausschlusskriterien hinzu. Wer keine Zusatzkriterien hat, entscheidet sich sehr häufig für eine möglichst exakte Umsetzung der ausgewählten Benchmark, vor allem wenn es um die großen marktgewichteten Indizes geht.“ Bräuer begründet dieses Vorgehen mit Risikomanagementaspekten: „In der Regel ist es so, dass institutionelle Anleger bevorzugt Indizes einsetzen, die sich auch über Derivate absichern lassen. Dann will man von der Indexzusammensetzung so wenig wie möglich abweichen, um ein gutes Sicherungsergebnis zu erzielen.“

Gleichwohl beobachten deutsche Großanleger die Zusammensetzung der Indizes, die sie einsetzen, mit großer Aufmerksamkeit. Bräuer bestätigt das. Zwar beklagt sich derzeit niemand über die

Performance der nach der Marktkapitalisierung gewichteten Indizes, dennoch werden die Branchen- und Einzeltitelkonzentrationen unter Risikoaspekten durchaus kritisch gesehen. Der eine oder andere Anleger ist schon zur Verwendung anderer, zum Beispiel gleichgewichteter Indizes übergegangen oder sieht Maximalgrenzen für Einzelwerte vor. „Aber das ist bislang eine Minderheit“, so Bräuer weiter. „Wir führen zwar oft Diskussionen in diese Richtung, doch bleiben Anleger häufig bei der Marktgewichtung, da die marktgewichteten Indizes in der jüngsten Vergangenheit eine deutlich bessere Performance ausgewiesen haben als ihre gleichgewichteten Pendanten und zudem liquide Derivate zur Sicherung bereitstehen. Auch lässt sich nicht ex ante voraussagen, ob man mit einer Gleichgewichtung besser und risikoärmer fährt.“

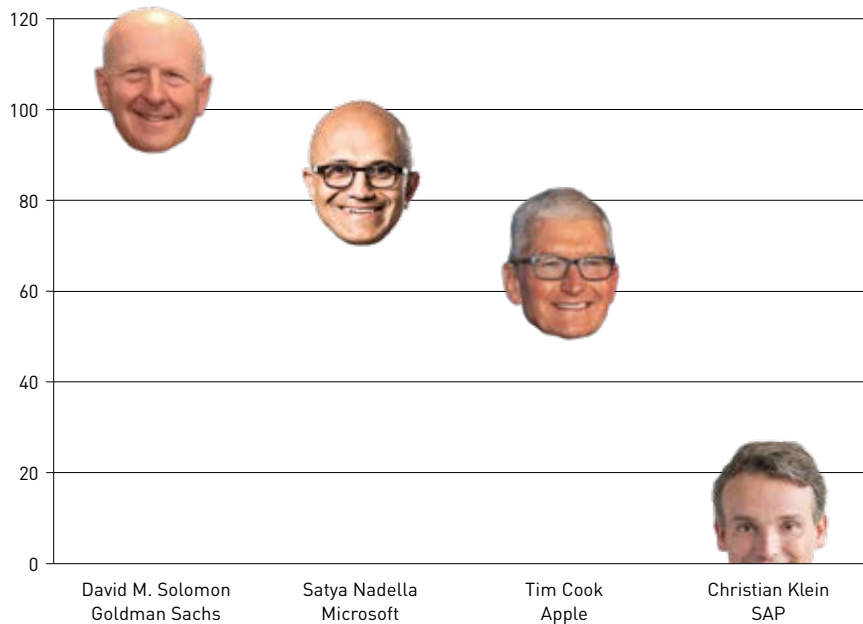
Grundsätzlich bevorzugt Faros breitgestreute Indizes mit vielen Mitgliedern. „Wir würden nicht zu einem S&P 100 oder einem Stoxx 50 raten, sondern zu einem S&P 500 oder Stoxx 600“, sagt Berater Bräuer. „Dabei geht es nicht nur darum, dass dort die Titelauswahl – zum Beispiel für aktive Manager – größer ist, sondern weil dort in der Regel auch die Zusammensetzung und das Risikoprofil ausgeglichener sind. Damit erreichen Sie auf lange Sicht einen besseren Risk Return für Ihre Kapitalanlagen.“

Erfahrungswerte aus Europa

Wer an Schwergewichte denkt, die einen Aktienindex dominieren, denkt an die USA. Doch wie sieht es eigentlich vor der eigenen Haustür aus? Sind europäische Indizes breiter gestreut und weniger abhängig von einzelnen Titeln? Dass diese Annahme nur zum Teil zutrifft, zeigt eine Analyse von Jan Tachtler. Der Leiter der Fonds- und Managerselektion bei HQ Trust hat für den Zeitraum vom 31. Mai 2012 bis zum 31. Mai 2026 ausgewertet, welche Aktien mit welchem Gewicht monatlich zu den zehn größten Titeln im MSCI Europe (396 Mitglieder) zählten. Tachtlers Auswertung (siehe Abb.) verdeutlicht, wie stark die größten Unternehmen den europäischen Aktienmarkt prägen und wie häufig sich die Besetzung der Spitzenplätze verändert hat. Sein Fazit: „Der MSCI Europe zeigt, dass sich die Top Ten im Zeitablauf deutlich verändern kann, selbst wenn die Konzentration nahezu konstant bleibt.“

Zurück zum Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung. Im Gespräch mit unserer Redaktion macht Asset-Allocation-Chef Czaja deutlich, dass sein Team Indizes nicht einfach blind replizieren würde, zum Beispiel weil der Fonds auch bei passiven Anlagen Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt. Auch die regionale Untergewichtung von US-Aktien ist ein Beleg dafür, dass sie beim Kenfo eigene Maßstäbe anlegen. „Allerdings beschreiben Indizes, wenn sie gut gemacht sind, das Investmentuniversum sehr gut“, schränkt der Fachmann ein. „Dementsprechend braucht es bei allem aktiven Denken, das man sich reservieren sollte, auch eine gewisse Portion Demut, wenn es um die Frage geht, wie weit man es sich erlauben kann, vom Markt weg zu gehen.“

Verdient ist verdient



Einkommen aus nichtselbstständiger Arbeit 2025 in Millionen Euro

Quelle: tagesschau.de; © portfolio institutionell

So geht Altersvorsorge!

Glückwunsch an David M. Solomon: Der CEO von Goldman Sachs kam im vergangenen Jahr auf eine Aufwandsentschädigung von umgerechnet 105,3 Millionen Euro. Damit verweist der Spitzenverdiener im Dow-Jones-Ranking die Chefs von Microsoft und Apple, die nur 86 Millionen beziehungsweise 66 Millionen Euro schnappen konnten, deutlich auf die Plätze. Noch deutlicher verfehlten allerdings die Dax-CEOs die Solomon-Benchmark: Bestverdiener Christian Klein von SAP kam nur auf 10,9 Millionen Euro.

Ärgern dürfte sich allerdings Solomons Ex-Frau, die ob ihrer Scheidung 2018 ihre Timing-Fähigkeiten hinterfragen sollte. Für alle Heiratswilligen, die Solomons künftiges Einkommen diskontieren und damit seinen Barwert auf dem Heiratsmarkt kalkulieren wollen: Für 64-jährige Amerikaner liegt das reguläre Renteneintrittsalter bei 67.

Bilder: Wikimedia, Stockphoto, SAP



Events 2026 / 2027

BAI InnovationsDay

📅 23. September 2026

📍 Radisson Blu Frankfurt

- Die Anmeldung ist geöffnet.
- Mit Keynotes von Markus Krause, Ministerium der Finanzen des Landes Sachsen-Anhalt und Prof. Dr. Reiner Braun, TU München.
- Mit Vorträgen und Panels zu DeFi-Token, Krypto Exposure eines Private Equity Fonds, KI als neuer Co-Pilot für Investoren und Fondsmanager, AI-Agents in Fund & Operations

BAI Real Assets Symposium

📅 19. November 2026

📍 The Westin Grand Hotel Frankfurt

- Die Anmeldung ist geöffnet.
- Mit Vorträgen und Paneldiskussionen rund um die Assetklasse Infrastruktur: Digitale Infrastruktur – KI und Rechenzentren, Energiewende in Nordeuropa, Kommunale Infrastruktur, die Bedeutung von Infrastruktur in den Portfolios institutioneller Investoren u.v.m.
- U.a. mit einer Keynote von Dr. Jörg Krämer, Chefsvolkswirt, Commerzbank AG.

BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

📅 2. Dezember 2026

📍 Frankfurt School of Finance & Management

- Die Anmeldung ist geöffnet.
- Aktuelle Entwicklungen der Sustainable-Finance-Regulatorik und Impact Investing: Chancen und Use Cases in Private Markets.
- Die Sicht der Aufsicht fehlt ebenso wenig wie die der institutionellen Investoren.

in Kooperation mit dem  Frankfurt School Forum

BAI Private Debt Symposium

📅 18. – 19. Januar 2027

📍 Scandic Frankfurt Hafenpark

- Die Anmeldung ist geöffnet.
- An zwei Tagen beleuchten die Speaker die aktuellen Entwicklungen, Marktchancen und Risiken im Private-Debt-Umfeld.
- Mit Keynotes von Prof. Dr. Sascha Steffen, Frankfurt School of Finance and Management und Prof. Dr. Pascal Böni, Vlerick Business School.

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.