

portfolio institutionell



Immobilien. War schon mal besser.

INVESTMENT-STRATEGIE

Die Rollenbeschreibung
des OCIO bleibt diffus

INVESTOREN

Zur Rolle der Immobilien
bei der Ideal Versicherung

PENSIONS

Rentner auf der
Payroll sind komplex



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.





Kairos Duration

Anleihen liegen wieder – der Rendite sei Dank – nah am Herzen institutioneller Investoren. Über die Laufzeit muss der Kopf entscheiden. Bund-Bonds rentieren Mitte September bei zwei Jahren mit 3,2, bei zehn Jahren mit 3,5 und bei 30 Jahre bei 3,8 Prozent, was gegen das Durationsrisiko spricht.

Was jedoch für eine lange Laufzeit spricht, ist, dass Zinsen auch wieder fallen können und man sich nun auf Jahre mit Staats- und bonitätsstarken Unternehmensanleihen fünf Prozent sichern kann. Aktuell mag für den Sprung aufs lange Ende keine Eile bestehen – aber auch keine Gefahr, da sich die Staaten auf Dauer eine so teure Finanzierung nicht leisten können und sich dann doch zu renditesenkenden Reformen aufraffen.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen Ihr

Patrick Eisele
Chefredakteur



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

Im Clinch – Deutsche Finance verklagt Bayerische Versorgungskammer	6
Scale-up – Allianz investiert in europäischen Wachstumsfonds	8
Pensions – Aktuarien wollen Kapitalmarkt auch für Rentenphase nutzen	8
Governance – Kein Effizienz-, sondern ein Aufsichtsproblem	10
Fixed Income – Versicherer sind gesegnet	10
Auf einen Blick – Personalien und Termine	11
portfolio Veranstaltungen – Private Markets Forum 2026	12

WELTSPIEGEL

Tief im Westen – Der keltische Tiger setzt zum Sprung an	14
---	----

INVESTMENT-STRATEGIE

Anteilsscheine – Mit voller Überzeugung	16
Outsourcing – Fiduciary Management: Das Angebot wächst – nicht unbedingt aber der Markt	22

PENSIONS

Human Resources – Gender Pay Gap: Spurensuche in der bAV	26
Im Dazwischen – Pensionskassen droht Paralleluniversum	28

INVESTOREN

Real Estate – I wie Immobilien	32
---	----

TITELTHEMA

Intro – Immobilien	38
Asset Management – Schöner Wohnen mit Value-Add-Strategien	40
New Normal – So aktiv muss Immobilien-Asset-Management heute sein	44
Asset-Allokation – Die Grenzen zwischen Real Estate und Infrastruktur verschwimmen	47

RUBRIKEN

Impressum	6
#ESG	19
Chart-Kabinett	50



Bild: Stockphoto

Deutsche Finance verklagt Bayerische Versorgungskammer

Dass ein Asset Manager seinen Kunden verklagt, dürfte Seltenheitswert haben. Geschehen ist dies Anfang September im US-Bundesstaat Delaware. Dort hat der Real-Aset-Spezialist Deutsche Finance Group Klage gegen seinen langjährigen Kunden, die Bayerische Versorgungskammer, eingereicht. Entzweit haben sich die beiden Parteien über Investments in US-Immobilien. Involviert war in die Transaktionen auch der Immobilienentwickler Michael Shvo, ein laut Medienberichten verurteilter Steuerbetrüger.

„Mit der Klage machen die Kläger geltend, dass die BVK durch aus ihrer Sicht falsche und geschäftsschädigende Darstellungen der Deutsche Finance Group die Verantwortung für Verluste des US-Immobilienportfolios zugeschrieben habe, die nach Darstellung der Klageschrift durch Entscheidungen und Unterlassungen der BVK selbst mitverursacht worden seien“, heißt es in einer Pressemitteilung der Deutschen Finance Group.

Die Klage stützt sich auf fünf Klagegründe: Vertragsverletzung, Verleumdung, unlautere Geschäftspraktiken nach dem Delaware Deceptive Trade Practices Act, den rechtswidrigen Eingriff in bestehende Verträge sowie den rechtswidrigen Eingriff in künftige Geschäftsbeziehungen. Die BVK habe die Rolle eines passiven institutionellen Investors „regelmäßig überschritten“, lautet ein Vorwurf. Sie habe die Objekte ausgewählt, Investitionen genehmigt, Gebühren verhandelt und Vermietungs-, Finanzierungs- und Preisentscheidungen bis auf die Ebene einzelner Objekte gesteuert. Anschließend habe die BVK die Deutsche Finance Group und die unabhängigen Fondsmanager angewiesen, die von ihr getroffenen Entscheidungen umzusetzen.

BVK soll unzutreffendes Bild vermittelt haben

Die Klage schätzt die möglichen Gesamtverluste über die BVK-Beteiligungen hinweg auf bis zu rund 853 Millionen Euro und macht geltend, dass Entscheidungen und Unterlassungen der BVK hierzu wesentlich beigetragen hätten. Statt diese Verantwortung zu übernehmen, habe die BVK gegenüber einflussreichen deutschen Medien, deutschen Aufsichtsbehörden, dem Bayerischen Landtag und den eigenen Versicherten „ein unzutreffendes Bild vermittelt“, lautet ein weiterer Kritikpunkt. Danach habe die Deutsche Finance Group und nicht die BVK die betreffenden Investments ausgewählt und sei für die entstandenen Verluste verantwortlich.

Weiter habe die BVK laut Klageschrift verlangt, dass die Deutsche Finance Group ihre Managementrolle bei der Transamerica Pyramid in San Francisco „mit sofortiger Wirkung und ohne jede Ausgleichszahlung“ aufgibt. Anschließend habe sie nach Darstellung der Klage die Zahlung von mehr als 31 Millionen US-Dollar an vertraglich garantierten Gebühren verweigert.

In einer Stellungnahme gegenüber portfolio erklärte die BVK, dass man die die bekannt gewordenen Vorwürfe entschieden zurückweise. „Sie sind ein weiterer durchsichtiger Versuch der Deutsche Finance, von ihrer eigenen Verantwortung sowie ihren zahlreichen, öffentlich bekannten Herausforderungen abzulenken.“

BVK: Deutsche Finance will ablenken

Wie die BVK von sich aus informiert, beläuft sich das Eigenkapitalengagement im Rahmen der US-Immobilieninvestitionen mit der Deutschen Finance und Shvo auf rund 1,6 Milliarden Euro. Dieser Betrag entspreche rund 1,3 Prozent der gesamten Kapitalanlage zum Ende 2025. Konkret handle es sich um drei Wohnprojektentwicklungen in Los Angeles, New York und Miami sowie um „die umfangreiche Renovierung“ der Transamerica Pyramid. Ebenfalls Ende 2025 bezifferte die BVK das gesamte Verlustpotenzial auf 853 Millionen Euro. Diese Prognose habe unverändert Bestand. *tbü/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), Klaus Morgenstern (kmo)
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

Möge der Markt mit dir sein!

„Deka
Institutionell

Absolute Return von Deka Institutionell.

Aktien und Anleihen mischen du sollst, guter Investor! Wenn du dem High-Risk-Imperium und bösen Drawdowns trotzen und nur kalkulierbare Risiken eingehen möchtest, sind wir im globalen Investmentuniversum an deiner Seite – mit der Macht der flexiblen strategischen Allokation und taktischen Disposition treten wir gemeinsam der dunklen Seite der Volatilität entgegen.

Überlegen. Investieren.



Kapitalmarktlösungen | Asset Servicing | Fundamentales Portfoliomanagement |
Passives Portfoliomanagement | Quantitatives Portfoliomanagement | Real Assets

DekaBank Deutsche Girozentrale
Weiterführende Informationen unter deka-institutionell.de

 Finanzgruppe

Allianz investiert in europäischen Wachstumsfonds

Die Allianz hat sich am europäischen Wachstumsfonds „Scaleup Europe Fund“ beteiligt. Ziel des Fonds ist die Finanzierung vielversprechender europäischer Wachstumsunternehmen in strategischen Technologiebereichen. Wie die Versicherung mitteilt, stammt die Investitionssumme der Allianz zum größten Teil aus Versichertengeldern der Allianz Lebensversicherung sowie von der Allianz Private Krankenversicherung in Deutschland. Ein weiterer Teil kommt von Allianz France. Gesteuert werden die Gelder über Allianz Investment Management. Bereits im Februar hatte die Allianz einen Letter of Intent unterzeichnet, um sich als Gründungsinvestor am Scaleup Europe Fund zu beteiligen.

Vom Start-up zum Scale-up

Ludovic Subran, Chief Investment Officer, Allianz SE: „Unsere Investition in den Scaleup Europe Fund zielt darauf ab, langfristig attraktive Renditen für das Vorsorgekapital unserer Kundinnen und Kunden zu erzielen. Zugleich leistet sie einen Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit Europas: Europa bringt oft erstklassige Innovationen hervor, doch beim Sprung vom Start-up zum Scale-up fehlt vielen Gründern oft das notwendige Wachstumskapital. Damit adressiert der Fonds eine strategische Kapitalücke in Europa. Wir sind überzeugt, dass die nachhaltige Stärkung zukunfts- und

wachstumsorientierter Branchen und Sektoren in Europa eine der zentralen wirtschaftspolitischen Aufgaben unserer Zeit ist.“

Der Fonds strebt ein Zielvolumen von fünf Milliarden Euro an. Ankerinvestor ist mit einer Milliarde Euro die Europäische Kommission. Unternehmen sollen von Investitionen von 100 Millionen Euro und mehr profitieren. Das Vehikel will das Skalierungsproblem europäischer Technologie-Start-ups adressieren und die Finanzierungslücke für Wachstumsunternehmen schließen, die derzeit nur eingeschränkten Zugang zu den Kapitalmärkten haben. Der Scaleup Europe Fund fokussiert sich auf Technologiebereiche wie Künstliche Intelligenz, Quantentechnologie, Halbleitertechnologie, Robotik und autonome Systeme, Energietechnologien, Weltraumtechnologie, Biotechnologie, Medizintechnik und Agrartechnologie in Europa.

Die weiteren Geldgeber

Zu den weiteren Gründungsinvestoren zählen neben der Europäischen Kommission und der Allianz Novo Holdings, EIFO (Export and Investment Fund of Denmark), Criteria Caixa, Santander/Mouro Capital, Fondazione Compagnia di San Paolo/Intesa Sanpaolo/Fondazione Cariplo und ABP.

pe

Aktuare wollen Kapitalmarkt auch in Rentenphase nutzen

Für das IVS – Institut der Versicherungsmathematischen Sachverständigen für Altersversorgung e.V. ist ohne eine starke bAV ein Alterseinkommen in Höhe von 70 Prozent des letzten Nettolohns nicht zu erreichen. Wichtig sei außerdem eine gesetzliche Kapitalrente, die nicht nur in der Ansparphase, sondern auch in der Rentenphase die Chancen des Kapitalmarktes nutzt. „Wenn wir die 70 Prozent ernst nehmen, müssen wir bei der betrieblichen Altersversorgung mutiger werden. Dies erfordert insbesondere auch einen konsequenten Paradigmenwechsel, bei dem die Zusage eines Beitrages im Vordergrund steht“, erklärt die stellvertretende IVS-Vorsitzende Christiane Grabinski.

Aktien auch für Rentner

Die gesetzliche Kapitalrente sollte aus IVS-Sicht auch in der Rentenphase die Chancen des Kapitalmarktes nutzen. Das führt zu höheren Renten, bedeutet aber gleichzeitig, dass diese schwanken können. „Eine kapitalmarktorientierte Rente muss nicht jedes Jahr gleich hoch sein. Entscheidend ist, die Chancen des Kapitalmarkts auch im Ruhestand zu nutzen und Schwankungen professionell zu steuern“, so Dr. Friedemann Lucius, stellvertretender Vorsitzender des IVS.

Klar sein müsse, dass Stabilität einen Preis hat. Je stärker Schwankungen gedämpft oder sogar ausgeschlossen werden, desto geringer fallen auf lange Sicht die zu erwartenden Rentenzahlungen aus. Andererseits, so das IVS, können starke Schwankungen in der Rentenphase die breite Akzeptanz dieser Modelle gefährden.

Für breite Akzeptanz sind kollektive Kapitalpuffer nötig

Das IVS spricht sich darum dafür aus, in der Rentenphase zusätzliche kollektive Kapitalpuffer vorzusehen, mit denen Schwankungen abgefedert werden können. Die Zielrente aus der reinen Beitragszusage ist aus Sicht des IVS hervorragend geeignet, um eine kapitalmarktorientierte Rentenphase mit einer geeigneten Dämpfungsmechanik zu verbinden. Die dafür notwendige Versorgungstechnik und die Mechanismen zur Anpassung der laufenden Leistungen seien in Deutschland bereits entwickelt und könnten entsprechend genutzt werden. „Die Schweden machen sicherlich vieles richtig. Aber an dieser Stelle sollten wir sie nicht 1:1 kopieren, sondern unseren eigenen Weg gehen“, betont Stefan Oecking, Vorstandsvorsitzender des IVS. Grundsätzlich zeige das schwedische System, dass eine kapitalmarktorientierte Rente mit einem hohen Aktienanteil auch in der Rentenphase möglich ist.

pe

Jeden Montag und Mittwoch
Alles was wichtig ist für institutionelle Investoren

NEWSFLASH

Newsletter kostenlos abonnieren



portfolio
institutionell

Kein Effizienz-, sondern ein Aufsichtsproblem

Sind Deutschlands Kapitalsammelstellen zu klein? Diese Frage stellt sich mit Blick ins angelsächsische oder skandinavische Ausland oder mit Blick auf die eine oder andere Entwicklung bei Altersvorsorgeeinrichtungen. Zumindest eine Analyse zu 44 Krankenkassen und deren Verwaltungskosten wartet nun mit einer Antwort auf, und zwar mit einem klaren „Nein“.

„Die Analyse von 44 Krankenkassen zeigt keinen verlässlichen Größenvorteil bei den Verwaltungskosten“, stellt eine Analyse des DFSI Deutsches Finanz-Service Institut fest. Wer die Zahl der gesetzlichen Krankenkassen von derzeit 93 auf maximal 20 reduzieren will, sollte belegen können, dass größere Kassen tatsächlich günstiger arbeiten. Genau diesen Beleg liefere die Analyse nicht. Zwischen Kassengröße und Nettoverwaltungskosten je Versichertem bestehe kein belastbarer Zusammenhang. Ein besserer Weg zu mehr Effizienz könnte mehr Wettbewerb sein.

Anlageschaden > Satzungsleistungen

Bei Kassen mit 50.001 bis 200.000 Versicherten liegen die gewichteten Nettoverwaltungskosten 2025 bei durchschnittlich 169,86 Euro je Versichertem, bei Kassen mit 200.001 bis 500.000 Versicherten dagegen bei 189,51 Euro. Die Gruppe zwischen 500.001 und einer Million Versicherten kommt auf 163,82 Euro, Großkassen mit mehr als einer Million Versicherten auf 181,78 Euro. „Größe ist kein Effizienzsiegel. Eine große Krankenkasse kann sehr günstig arbeiten, sie kann aber auch sehr teuer verwalten“, sagt Thomas Lemke, Geschäftsführer des DFSI Deutsches Finanz-Service Institut.

Versicherer sind gesegnet

Geopolitische Krisen umziehen mittlerweile gefühlt den gesamten Globus – für regulierte Kapitalanleger stehen die Zeichen jedoch eher auf business as usual. Sie setzen auf Stetigkeit und aber auch auf Flexibilität. Diese Erkenntnis gab es auf dem Investoren Summit von Faros, der dieses Jahr in Stuttgart stattfand.

„Wir fahren unser Anlagebuch kontinuierlich weiter und partizipieren an den Erträgen. Die Kapitalmärkte sind total entspannt“, erklärte Dr. Guido Bader, Vorsitzender der Vorstände der Stuttgarter Versicherungsgruppe auf dem Abschlusspanel. Was die Zukunft bringt, wisse man jedoch nicht, weshalb man auch auf Flexibilität setze. Ähnlich – aber vergleichsweise euphorisch – sieht es auch Dr. Peter Andres, Sprecher der Geschäftsführung der Signal Iduna Asset Management: „Die hohen Zinsen sind ein Segen für uns. Wir können super anlegen.“ Gemeint waren damit hoch geratete Staatsanleihen und Pfandbriefe. Deren Rückzahlung und die geopolitischen Krisen sind für Andres zumindest keine großen The-

Womöglich liegt das Problem der Krankenkassen auch nicht beim Thema Effizienz, Leistungen oder Gesundheitskosten. Die Studienmacher verweisen auf den möglichen Schaden aus problematischen Geldanlagen. Dieser liege allein bei den bundesweit agierenden Krankenkassen bei 1,1 Milliarden Euro. Dabei handele es sich noch nicht um vollständig realisierte Verluste. Das mögliche Schadensvolumen von 1,1 Milliarden Euro ist aber höher als die rund 1,04 Milliarden Euro, die alle gesetzlichen Krankenkassen 2025 zusammen für die in der Analyse erfassten Satzungsleistungen ausgegeben haben.

Aufsichtsstruktur gehört auf Prüfstand

Und der Fall wirft für das DFSI Institut eine weitere Frage auf: Wo war die Aufsicht? Nach den veröffentlichten Recherchen hatte das Bundesamt für Soziale Sicherung (BAS) bereits 2017 Kenntnis von Anlagen in immobilienbesicherten Schulscheindarlehen und 2019 von Investments in den später problematischen Verius-Fonds. Konkretere Hinweise zur Absicherung solcher Darlehen folgten 2023, nachdem erste Investments bereits in Schwierigkeiten geraten waren.

Aus DFSI-Sicht gehört deshalb auch die Aufsichtsstruktur auf den Prüfstand. Bundesunmittelbare Krankenkassen werden vom BAS beaufsichtigt, andere Kassen von den zuständigen Landesbehörden. Statt den Wettbewerb durch politisch verordnete Fusionen einzuschränken, wäre zu prüfen, ob einheitlichere Aufsichtsmaßstäbe und gleiche Regeln für alle Kassen nicht sinnvoller wären. *pe*

men: „Den Kapitalanlagen machen geopolitische Krisen nicht viel aus. Massiv negativ wäre dagegen eine Weltwirtschaftskrise.“ Über diese sicheren Anlagen hinaus, suche man aber auch Chancen.

Kontinuität ist auch für die Soka-Bau wichtig. In Wiesbaden denkt man dabei aber weniger an Fixed Income als an ihr Gesamtportfolio. „Wir stellen uns breit diversifiziert auf“, sagte Vorstandsmitglied Werner Schneider. Das schließe auch Amerika ein. „Wir können es uns nicht leisten, auf US-Investments zu verzichten.“ Immer wieder aus geopolitischen Gründen die SAA anzupassen wäre zu teuer. In Aktien ist die Soka-Bau heute zu 20 Prozent investiert, was, so Schneider, „gut für den langen Zeitraum“ ist. Anders als die USA und Aktien zählt eine andere Großmacht jedoch nicht zur SAA der Soka-Bau: „Aus China sind wir fast komplett raus. Wir haben registriert, wie dort mit anderen ausländischen Investoren umgegangen wird.“ Schneider ließ durchblicken, dass auch ESG-Überlegungen zum China-Rückzug beitrugen. *pe*

Termine

5. bis 7. Oktober 2026 in München

EXPO REAL

Tel.: +49 (0)89 949-11628

exporeal.net/de/

29. Oktober 2026 in Hamburg

INFRASTRUKTUR-INVESTMENTFORUM

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

3. November 2026 in Berlin

INITIATIVE DEUTSCHE INFRASTRUKTUR

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

deutsche-infrastruktur.org

10. November 2026 in Mainz

UNION INVESTMENT RISIKOMANAGEMENT

Tel.: +49 (0)69 25677652

institutional.union-investment.de

19. November 2026 in Frankfurt am Main

BAI REAL ASSETS SYMPOSIUM

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

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

19. November 2026 in Frankfurt am Main

HQ TRUST INVESTORS FORUM

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

tickets.dfv-eurofinance.com/EFW26/

19. November 2026 in Frankfurt am Main

REAL ESTATE FINANCE DAY

Tel.: +49 (0)69-15324210

refd-team@targacommunications.de

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

Christoph Heidelberg löst Thomas Mann ab



Bei der Ampega tritt Dr. Christoph Heidelberg (Foto) in die Fußstapfen von Dr. Thomas Mann. Heidelberg ist ab Oktober Teil der Ampega-Geschäftsführung und übernimmt ab dem neuen Jahr die Verantwortung für das Asset Management der Talanx-Tochter. Neuer Sprecher der Geschäftsführung der

Ampega wird ab dem 1. Januar 2027 Stefan Kampmeyer, der seit 2023 Mitglied der Geschäftsführung der Ampega-Gesellschaften ist. Thomas Mann führte die Ampega seit August 2009.

Mit der Geschäftsführung von Asset-Management-Töchtern von Versicherungen kennt sich Heidelberg aus: Er kommt von der Provinzial Asset Management, deren Führung er seit 2019 verantwortete. Seit August neu in der Geschäftsführung der Pro AM sind Dr. Ulrich Scholten, Finanzvorstand der Provinzial Holding AG, und Patrick Köper, Bereichsleiter im Provinzial Konzern. *pe*

Steuerberater mit neuem Anlagen-Steuermann

Im Versorgungswerk der Steuerberater im Land Nordrhein-Westfalen kam es zu einem Personalwechsel. Kathrin Eichholz, seit 2016 Abteilungsleiterin Kapitalanlagen, hat das Versorgungswerk verlassen und ist nun Lead Expert Asset Management und ALM (Bestandsmanagement) bei HDI Deutschland. Neuer Abteilungsleiter Kapitalanlagen ist Thomas Specks. Specks war seit 2021 Risikomanager des Düsseldorfer Versorgungswerks. Die Geschäftsführung liegt wie gehabt bei Ariane Dohle und Marc Wittmann. *pe*

Verena Buchmann im Vorstand der My Life

Verena Buchmann ist seit September im Vorstand der My-Life-Lebensversicherung. Sie verantwortet nun die Ressorts Finanzen, Kapitalanlagen und Personal. Verena Buchmann folgt auf Madeleine Bremme, die weiterhin im Vorstand der Ideal Lebensversicherung sitzt. Buchmann ist seit 2008 in der heutigen My-Konzept-Gruppe in verschiedenen Funktionen im Finanzbereich tätig. Nach Stationen im Controlling sowie als Leiterin Rechnungswesen & Controlling übernahm sie Anfang 2025 die Leitung Finanzen der My-Konzept-Holding Deutschland GmbH & Co. KG. *pe*

EZVK besetzt Schlüsselfunktion

In der Evangelischen Zusatzversorgungskasse (EZVK) in Darmstadt hat es eine personelle Veränderung im Aktuariat gegeben. Wie die EZVK mitteilte, hat der Versicherungsmathematiker Dr. Marcus Keller bereits im Juli seine Tätigkeit als Abteilungsleiter Aktuariat begonnen. Bei der EZVK folgt Keller auf Stephan Mattes, der die Funktion des Verantwortlichen Aktuars mehr als sechs Jahre lang ausgeübt hat. Mattes ist ebenfalls im Juli in den Vorstand der Pensionskasse Rundfunk gewechselt. *tbü*

Die Vermessung der Private Markets

Geld schläft nicht – aber wo und auf welchen Wegen geht es hin? Antworten, geschätzter LP, gibt Ihnen das Private Markets Forum am 24. November in Düsseldorf. Dort vermessen wir die alternativen Anlageklassen, wägen Zugangswege ab, machen den Look-through, prognostizieren Multiples und destillieren die wichtigsten Eigenschaften von General Partners. Gern auch mit Ihnen!

Uns bei der Beantwortung wesentlicher Fragen zu alternativen Asset-Klassen zugegebnermaßen etwas voraus ist der Bundesverband Alternative Investments (BAI) mit seinem aktuellen BAI Investor Survey. An diesem beteiligten sich 105 institutionelle

PRIVATE MARKETS FORUM

Investoren aus der DACH-Region beziehungsweise 2,9 Billionen Euro. Wie die Autoren Bunnenberg und Bucher herausfanden, ist der Median-Investor in fünf alternative

Asset-Klassen investiert beziehungsweise im Durchschnitt mit 32 Prozent seiner Kapitalanlagen. Etwas vereinnahmend rechnet der Verband allerdings auch Immobilien, Liquid Alternatives oder Rohstoffe zu den Alternatives.

Wichtige Erkenntnis der Umfrage ist, dass die Quoten für die Private Markets auf hohem Niveau bleiben und trotz attraktiver Fixed-Income-Märkte eher im Ausbau begriffen sind. Große Veränderungen sind nicht geplant. Damit bleiben im BAI-Quoten-Outlook der LPs Infrastruktur Equity, Private Equity und Real Estate Equity die höchst dotierten Asset-Klassen, wobei Infrastruk-

tur mit 84 Prozent der Anleger leicht vor Private Equity liegt. Mehr Dynamik ist erkennbar, wenn man die geplanten Quoten-Adjustierungen mit im Vorjahr verkündeten Zielen vergleicht. Dann verzeichnen Corporate Private Debt, Infrastructure Equity und Debt, Liquid Alternatives und Private Equity deutliche Zuwächse. Akut vom Abbau sind dagegen Immobilien(finanzierungen) bedroht.

Primary-Fonds sind Zugangsweg Nummer 1

Zu den weiteren Ergebnissen des Survey zählt, Primary-Fonds der beliebteste Weg auf die alternativen Märkte sind. Mit 18 beziehungsweise 15 Prozent folgen abgeschlagen Cos und Directs beziehungsweise Secondaries. Evergreens sind für Immobilien ein etablierter Zugangsweg, aber auch für die ausschüttungsstarken Asset-Klassen Corporate Private Debt und Infrastruktur. Auffällig hohe Werte (je 50 Prozent) ergeben sich noch für Dachfonds bei Private Equity und Directs bei Immobilien.



Wissenswerte Erkenntnis Nummer 3: 72 Prozent der Limited Partner schätzen sich selbst als Alternatives-Experten ein. Damit wurde auf dieser Skala ein All-time-high erreicht. Auf diesem Level setzen wir auch unser Private Markets Forum auf und wollen mit Investoren, Asset Manager und moderierenden Industrieexperten über strategische Allokationen, Zugangswege wie Secondaries, Asset-Klassen wie Private Debt, Infrastruktur sowie die im illiquiden Bereich besonders wichtige Auswahl des General Partner debattieren. Wie viel Spezialisierung braucht es, was sagen die IRRs vergangener Fondsgenerationen aus, dürfen Co-Investment-Angebote erwartet werden, wo liegt das Minimum an Skin in the Game oder ist vielmehr ein Alleskönner gefragt? Und wie groß sollte der Anbieter sein?

Diesen Aspekt beantwortete beispielsweise Dr. Alexander Witkowski, beim Kenfo für Private Equity zuständig, im Vorjahr folgendermaßen: „Der Hauptfonds eines neuen GPs sollte idealerweise nicht größer als fünf Milliarden Euro sein. Dann können wir nämlich mit ihm über dessen nächsten zwei, drei Fondsgenerationen mitwachsen.“ Zu schnell sollte das Wachstum aber auch nicht sein. In diesem Fall ist nicht nur das Target-Universum betroffen, sagte Rebecca Rösing von der PKDW in 2025: „Es geht nicht nur um Investments, sondern auch darum, ob mit der Fondsgröße auch die Mitarbeiterzahl wächst. Wenn nicht, leidet die Qualität der Reportings und der Betreuung.“

Wir wiederum streben natürlich auch für 2026 eine hohe Qualität an. Sehr gern begrüßen wir auch Sie auf dem dritten Private Markets Forum. Wir freuen uns auf Ihr Zeit-Commitment für den 24. November in Düsseldorf.

portfolio institutionell

Private Markets Forum 2026 – Programm

- 10.30 Uhr Begrüßung
- 10.45 Uhr Eröffnungs-Keynote
- 11.30 Uhr Eröffnungspanel: SAA – Am Puls der Private Markets
- 12.30 Uhr Mittagspause
- 13.45 Uhr Secondaries – Discounts statt Prämien
- 14.35 Uhr Private Credits: Reichlich Returns und beachtlicher Bedarf – aber Software schwächelt
- 15.25 Uhr Kaffeepause
- 15.55 Uhr Infrastruktur vor Neuausrichtung
- 16.45 Uhr GP Selection – Plattform oder Boutique
- 17.35 Uhr Abschluss der Konferenz gefolgt von Dinner und Ausklang

Schützen Sie Journalistinnen und Journalisten in der Ukraine

KEINE FREIHEIT OHNE PRESSEFREIHEIT



Russlands Angriffskrieg gegen die Ukraine ist auch ein Angriff auf die Pressefreiheit. Kriegsreporterinnen und Journalisten geraten in Lebensgefahr. Reporter ohne Grenzen hilft bedrohten Medienschaffenden.



Spenden Sie jetzt:
reporter-ohne-grenzen.de/spenden

Reporter ohne Grenzen e.V. IBAN: DE26100900005667777080 BIC: BEVODEBB

Der keltische Tiger setzt zum Sprung an

Von Tobias Bürger

Staatsfonds sind erstklassige Großanleger, die jedoch immer wieder vor einem Zielkonflikt stehen. Dabei geht es um die Frage, ob sie ihr Kapital weltweit anlegen sollten, um Chancen und Risiken optimal zu streuen. Die Alternative wäre, das Geld in die heimische Wirtschaft zu pumpen. Irland hat darauf eine Antwort gefunden. Dort verfolgen drei Staatsfonds ein ausgefeiltes Gesamtkonzept.

Als der erste und bislang einzige deutsche Staatsfonds, der Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung, kurz: Kenfo, im Jahr 2017 in Berlin seine Arbeit aufgenommen hat, war er – gemessen an seinen Kapitalanlagen von 24,1 Milliarden Euro – ein kleines Licht. Zu dieser Zeit verwaltete jeder der zehn größten Staatsfonds ein Vermögen von mehr als 100 Milliarden US-Dollar, angeführt von der China Investment Corporation und der Abu Dhabi Investment Authority und weiteren schlagkräftigen Akteuren aus dem asiatischen und dem arabischen Raum.

Inzwischen steuern sie beim Kenfo 28 Milliarden Euro, ohne dass frisches Geld hinzugekommen wäre, wie das bei anderen Großanlegern häufig der Fall ist. Im Gegenteil hat der Fonds seither bereits 5,3 Milliarden Euro an Entsorgungskosten für Atommüll an den Bund ausgeschüttet, was sein eigentliches Ziel darstellt. Entsprechend stolz ist das mittlerweile 50-köpfige Team um Vorstands- und Investmentchefin Anja Mikus auf den kleinen Staatsfonds.

Auch in Irland sind sie hoch motiviert, wenn es um den Aufbau von Staatsfonds geht. In diesem Fall sind es gleich drei an der Zahl: ein etablierter Player und zwei Newcomer. Das Dreigespann verwaltet rund 30 Milliarden Euro mit steigender Tendenz.

Die irische Regierung stockt deren Kapital auf Jahre hinaus immer weiter auf. Sie kann es sich leisten, denn die Wirtschaft prosperiert wieder, und der Staatshaushalt erzielt beträchtliche Einnahmen aus der Körperschaftsteuer, wie eine Analyse des irischen Ablegers der Beratungsfirma Deloitte zeigt. Der keltische Tiger, eine Bezeichnung, die sich Irland in den neunziger Jahren erwarb, als die Wirtschaft des einstigen Armenhauses Europas im Rekordtempo wuchs, setzt erneut zum Sprung an. Nach dem Vorbild anderer Länder wie Norwegen wollen die Iren Überschüsse für die Zukunft bunkern und sich Zins- und Zinseszinsseffekte zu Nutze machen. Die jungen Staatsfonds nehmen hierbei eine Schlüsselrolle ein.

Die irische Struktur für Staatsfonds ist dreigeteilt

Irland führte bereits relativ früh einen Staatsfonds ein, beginnend mit der Gründung des National Pension Reserve Fund vor mehr als zwei Jahrzehnten. Dieser wurde 2014 ersetzt durch den Ireland Strategic Investment Fund. Er soll Investments tätigen, die darauf ausgerichtet sind, die wirtschaftliche Aktivität und die Beschäftigung im Inland zu fördern. Deloitte zufolge managt der Ireland Strategic Investment Fund (ISIF) rund 16 Milliarden Euro.

Das Besondere: Der Fonds gliedert sich in zwei Komponenten. Auf der einen Seite hält er ein Portfolio, bei dem Manager in ihrer Anlageentscheidung frei sind (Discretionary Portfolio). Daneben gibt es ein Portfolio mit vorgegebenen Investitionen (Directed Portfolio). Was den ISIF von anderen Staatsfonds unterscheidet, ist sein Mandat der „doppelten Zielsetzung“: Von den Fondsmanagern wird erwartet, dass sie sowohl kommerzielle Renditen als auch messbare wirtschaftliche Auswirkungen innerhalb Irlands



zustande bringen. Im Klartext muss jede Investition der heimischen Wirtschaft zugutekommen – sei es durch die Schaffung von Arbeitsplätzen, den Ausbau der Infrastruktur oder die Unterstützung einheimischer Unternehmen. Um das zu erreichen, liegt der Schwerpunkt des Portfolios auf Anlagen im Privatmarktbereich. Sie gelten als besonders effektiv, wenn es darum geht, Impulse für die wirtschaftliche Entwicklung zu geben.

Und die Praxis gibt dem Konzept Recht: Jeder vom Ireland Strategic Investment Fund investierte Euro mobilisierte im Durchschnitt das 1,4-Fache dieses Betrags an Co-Investments aus überwiegend privatem Fremdkapital. Dadurch konnte laut Deloitte ein erheblicher Multiplikatoreffekt für die Wirtschaft erzielt werden.

New Funds on the Block

Um einiges kleiner und bedeutend jünger als der Ireland Strategic Investment Fund sind der Infrastructure, Climate and Nature Fund sowie der Future Ireland Fund. Beide haben im Jahr 2024 ihre Arbeit aufgenommen. Ebenso wie ihr Vorreiter werden sie von der National Treasury Management Agency verwaltet. Die Behörde managt die Assets und die Schulden der irischen Regierung.

Der Infrastructure, Climate and Nature Fund (ICNF) verfolgt ein anderes strategisches Ziel als der etablierte Ireland Strategic Investment Fund. Er soll in Zeiten wirtschaftlicher Belastung als Puffer dienen und einspringen, damit auch dann noch Investitionen getätigt werden und das Wirtschaftswachstum gestützt wird. Diese Funktion spiegelt sich in der Anlagestrategie des Fonds wider, bei der Liquidität und ein vergleichsweise geringes Risiko im Vordergrund stehen.

Laut dem International Forum of Sovereign Wealth Funds soll der Infrastructure, Climate and Nature Fund bis 2030 auch gezielte Umweltprojekte finanzieren. Mit einem verwalteten Vermögen von derzeit vier Milliarden Euro ist er deutlich kleiner als der Ireland Strategic Investment Fund. Jährliche staatliche Zuwendungen in Höhe von zwei Milliarden Euro bis zum Ende dieses Jahrzehnts werden ihm auf die Sprünge helfen.

Die Anlagemission von Staatsfonds Nummer drei

Der Future Ireland Fund ist nach Einschätzung der Berater von Deloitte das ehrgeizigste Element der irischen Staatsfondsstruktur. Er verfügt zwei Jahre nach seinem Start über ein Anlagevolumen von knapp mehr als 12,5 Milliarden Euro. Das Investmentvehikel unterliegt einem Mandat, das ausschließlich auf die Erzielung finanzieller Erträge ausgerichtet ist. Im Gegensatz zum Ireland Strategic Investment Fund besteht also keine Verpflichtung zu Inlandsinvestitionen, und anders als der Infrastructure, Climate and Nature Fund muss der Fonds keine Liquiditätslücken des Finanzministeriums stopfen.

Eine Parallele zu seinen beiden Staatsfondsbrüdern gibt es dennoch: Ebenso wie beim Infrastructure, Climate and Nature Fund erhalten die Fondsmanager auch beim Future Ireland Fund immer wieder frisches Kapital. Die Regierung steuert jährlich 0,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts bei – was im Jahr 2025 rund 4,5 Milliarden Euro entsprochen hat. Die Beiträge sind bis 2035 festgeschrieben, wodurch dem Fonds bis zur Mitte des nächsten Jahrzehnts viele weitere Milliarde zufließen werden – und nach Anlagen suchen. Auszahlungen sind bis 2041 untersagt. Sollte es im Anschluss daran zu Mittelabflüssen kommen, müssen diese nachhaltig gestaltet sein, um die langfristige Tragfähigkeit des Fonds zu wahren. Dieser Rahmen schafft laut Deloitte einen Anlagehorizont, der nicht in Jahren, sondern in Generationen bemessen wird. Der Rahmen ermöglicht es dem Fonds, Strategien zu verfolgen und Anlageklassen zu nutzen, die für Anlagevehikel mit kürzeren Zeithorizonten oder Liquiditätsanforderungen ungeeignet wären.

2026 ist ein entscheidendes Jahr für die Iren

Das laufende Jahr ist aus Sicht der beiden jungen irischen Staatsfonds von entscheidender Bedeutung. Denn nun beginnen seine Entscheider mit der Umsetzung der langfristigen Anlagestrategie. Bislang hatten sie das Kapital in Staatsanleihen geparkt, damit vor dem eigentlichen Start auch ja nichts anbrennt.

Der Future Ireland Fund orientiert sich an einem aktienlastigen Referenzportfolio, dieses setzt sich aus 80 Prozent Aktien und 20 Prozent Anleihen zusammen. Im Laufe der Zeit strebt der Fonds den Aufbau eines diversifizierten, risikoorientierten Portfolios mit einem langfristigen Zeithorizont an. Darin sollen globale Aktien einen Kernbestandteil bilden. Ergänzt werden sollen diese liquiden Investments durch Anlagen in Sachwerte, Private Equity und auch Private Credit.

Die Diversifizierungsstrategie wird schrittweise ausgerollt. Sie beginnt bei liquiden öffentlichen Märkten und erstreckt sich im weiteren Verlauf des Fondslebens auf Private-Market-Anlagen. Ganz anders gestaltet sich der Anlagerahmen beim Infrastructure, Climate and Nature Fund. Aufgrund seiner stabilisierenden Funktion für den irischen Staatsapparat ist seine Asset-Allokation streng reglementiert. Da die Anlagestrategie dem Risiko staatlich angeordneter Mittelabflüsse ausgesetzt ist, allokatieren die Manager nach derzeitigem Stand risikoarme, liquide Vermögenswerte.

Staatsfonds streuen ihre Kapitalanlagen wie andere Großanleger auch. Das ist entscheidend, um Chancen und Risiken breit zu diversifizieren und das Ergebnis zu stabilisieren. Allerdings wird in Staatsfondskreisen darüber diskutiert, ob sie von dieser Strategie abrücken sollten, um sich auf ihren Heimatmarkt, dessen Volkswirtschaft und die kapitalsuchenden Firmen vor Ort zu konzentrieren. Irland adressiert dieses Thema vorbildlich – durch sein Drei-Fonds-Modell – und hält sich dabei alle Chancen offen.

Mit voller Überzeugung

Von Jochen Hägele

Mit High-Conviction-Ansätzen können erfolgreiche Manager echten Mehrwert liefern. Doch für Investoren schwingt neben dem Upside immer auch das potenzielle Downside mit. Wer starke Meinungen vertritt, kann eben auch mal ziemlich schief liegen. High Conviction ist damit immer auch eine Wette auf die Prognosefähigkeit eines Managers.

Der Trend zu passiven Aktienstrategien schreitet fort. Nach jüngsten BVI-Zahlen gingen im ersten Halbjahr 2026 rund 76 Prozent aller Nettozuflüsse im gesamten Publikumsfondsmarkt in ETFs. Natürlich gibt es auch immer mehr aktive Strategien im ETF-Mantel, doch deren Anlagevolumen ist noch relativ gering. Wer sich der passiven Dominanz als aktiver Manager entgegenstellen will, muss den eigenen Mehrwert nach Kosten also umso eindrucksvoller unter Beweis stellen. High-Conviction-Ansätze setzen dazu typischerweise auf eine begrenzte Zahl von Aktien, denen der Manager besonders hohes Aufwärtspotenzial zutraut. Häufig weichen solche Portfolios deshalb deutlich von ihrer Benchmark ab.

Spielraum für konzentrierte Ansätze

Während Asset Owner auf der einen Seite verstärkt passive oder Low-Discretion-Ansätze nutzen, kann das theoretisch Spielraum für eine Art Barbell-Ansatz eröffnen: einen großen Anteil kostengünstig passiv abbilden und einen kleineren Teil gezielt hochaktiv investieren. Wo man den Beginn von High Conviction verortet, ist dabei subjektiv, sagt Peter Dombeck von Novovest Asset Consulting. Oft werde auf die Konzentration des Portfolios abgestellt. „Wenn mehrere Einzelpositionsgrößen oberhalb von fünf Prozent des

Portfolios liegen oder die Top-10-Gewichtungen zusammen mehr als 40 bis 50 Prozent des Portfolios ausmachen, kann man gewiss von einem High-Conviction-Ansatz sprechen“, sagt er. Auch an Kriterien wie Tracking Error und Active Share werden die Trennlinien zu High Conviction oft festgemacht.

Einen solchen High-Conviction-Ansatz fährt etwa RBC Blue Bay mit der EM Equity Focus Strategy. Der Go-anywhere-Ansatz setzt auf 25 bis 35 ausgewählte Aktien – und das bei einem Universum von 24 Ländern mit Tausenden von Aktien. Gerade EM-Aktien bieten sich mit seinen Ineffizienzen und geringer Analystenabdeckung für solche Fokusstrategien an, sagt Produktmanagerin Dijana Jelic. Im Fall von RBC hat sich das bislang für Investoren gelohnt: Der Fonds lieferte seit Auflage 2018 eine starke Outperformance gegenüber dem MSCI EM-Referenzindex, bei deutlich geringerem historischen Risiko und geringerer Volatilität im Vergleich zur Peergroup. Etwa zwei Drittel des Alphas und des aktiven Risikos seien auf unternehmensspezifische Faktoren zurückzuführen, ein Drittel auf Top-down-Themen, so Jelic. Gerade die Positionen mit der höchsten Überzeugung hätten dabei langfristig den größten Teil zur Alpha-Generierung der Strategie beigetragen. Jelic sieht darüber hinaus weitere Vorteile: „Der Ansatz ermöglicht es uns, Benchmark-Bereiche mit schwachen Fundamentaldaten oder erhöhten Risiken zu meiden.“ Ebenso könnten Gelegenheiten außerhalb des Referenzindex zur Alpha-Generierung genutzt werden wie etwa Small-Cap-Unternehmen in Schwellenländern.

Auf starke Meinungen setzt auch BIT Capital, dessen BIT Global Technology Leaders sowohl in etablierte als auch aufstrebende Technologiesegmente investiert, und das bei geringer Überlappung

Alternative Investments

komplex einfach

Alternative Investments sind anspruchsvoll, multidimensional und komplex. Mit fundiertem Marktverständnis, Innovationskraft, umfassender Expertise und langjähriger Erfahrung schafft unser professionelles Team die Grundlage für passgenaue Lösungen – und macht aus komplex einfach.

und Korrelation zu klassischen Technologiefonds. High-Conviction-Positionen erhalten dabei überproportional große Gewichtungen im Portfolio, kalibriert auf maximalen potenziellen Alpha-Beitrag, erklärt Ingo Lupatelli, Director Research & Portfolio Management bei BIT Capital. Überrenditen sollen durch die Qualität der einzelnen Entscheidung erzielt werden. Der Ansatz ermöglicht es laut Lupatelli, sich auf jene Unternehmen zu konzentrieren, bei denen die eigene Analyse das attraktivste, relative Rendite-Risiko-Profil ergibt. „Dadurch können unsere erfolgreichen Investmentthesen einen spürbaren Beitrag zur Fondsentwicklung leisten.“

Das Risiko der starken Meinung

Die Datenlage ist für High Conviction durchaus gemischt. Wer sich eine starke Meinung zutraut, kann eben auch gehörig daneben liegen. Wie schwer es vielen High-Conviction-Fonds fällt, echte Mehrrendite zu erzielen, zeigt bereits eine einfache Auswertung auf Basis der Information Ratio, des Quotienten aus der Überrendite eines Fonds gegenüber der Benchmark und der Volatilität dieser Überrendite. Die Information Ratio setzt die aktive Rendite eines Fonds ins Verhältnis zu seinem Tracking Error und misst damit, wie viel Mehrrendite ein Manager pro Einheit aktiven Risikos erzielt hat. Eine positive Information Ratio steht für eine positive aktive Rendite; Werte über 0,4 gelten als gut, oberhalb von eins als hervorragend. Bei den meisten aktiven Fonds – und auch bei vielen High Conviction Fonds – liegt die Information Ratio über drei Jahre aber unter der 0,4er-Marke und oft sogar im negativen Bereich. Das aktive Management hat hier also sogar Performance gekostet im Vergleich zu einem rein passiven Ansatz.

In einer Studie auf Basis aktiv gemanagter Long-only-Aktienstrategien für den US-Aktienmarkt von 2013 bis 2023 fand auch der US-Vermögensverwalter Acadian keine Hinweise darauf, dass konzentrierte Strategien insgesamt höhere aktive Renditen oder mehr Alpha erzielen als Strategien mit einer größeren Zahl von Positionen. Allerdings konnten die Autoren eine deutlich höhere Streuung der Anlagekennzahlen nachweisen. Sprich: Hochkonzentrierte Ansätze finden sich häufig am oberen Ende der Renditeverteilung, aber eben auch am unteren Ende. Zudem sehen die Autoren die Herausforderung für Asset Owner, mehrere konzentrierte externe Manager selbst zu einem Portfolio zusammenstellen. Die Acadian-Studie bezieht sich freilich mit dem US-Markt auf einen sehr transparenten Aktienmarkt. Eine aktuelle Morningstar-Auswertung kommt zu einem ähnlichen Befund: „Hoch konzentrierte Fonds zeigen eine größere Streuung der Renditen, stärkere Drawdowns und eine höhere Volatilität als weniger konzentrierte Fonds.“ Auch die Kluft zwischen Gewinnern und Verlierern falle bei größer aus. Und: Je konzentrierter, umso teurer sind die Fonds tendenziell. Höhere Fees führen aber nicht automatisch zu einer besseren Wertentwicklung. „Historisch erzielten konzentrierte Fonds in den meisten Regionen im Durchschnitt sogar etwas niedrigere Renditen als ihre stärker diversifizierten Vergleichsgruppen.“

Gerade die potenzielle Volatilität der Rendite und mögliche Phasen schwächerer Performance sind nicht nur ein Risiko für die Fondsmanager, sondern immer auch ein potenzielles internes Problem. Wenn die Prognosegüte eher gering ist, lohnt es kaum, ein Risiko gegenüber den internen Gremien einzugehen und sich für einen hoch konzentrierten Ansatz stark zu machen, der zwar einzelne erfolgreiche Investmentthesen besonders stark betonen kann, der die Erwartungen aber dennoch enttäuschen kann.

Andererseits sind Konzentrationsrisiken nicht nur ein Thema bei High-Conviction-Fonds, sondern auch bei passiven Strategien auf Standardindizes längst omnipräsent. „Anleger machen sich in unseren Augen oft nicht bewusst, wie konzentriert Indizes heutzutage sind“, so Novovest-Berater Dombeck. Zudem seien aktuell sogar die Verbindungen von Developed und Emerging Markets hoch korreliert. So sei die Konzentration des sogenannten KI-Trades im S&P 500 und Nasdaq 100 ähnlich ausgeprägt wie im MSCI Emerging Markets Index aufgrund der hohen Gewichtung von Firmen wie TSMC, Samsung und SK Hynix. Dombeck: „Das erfreut Investoren, solange die Kurse steigen, birgt aber erhebliche Diversifikationsprobleme, wenn dieser Trend einmal unter Druck gerät und dann alle damit verbundenen Unternehmen über diverse Märkte hinweg massiv korrigieren.“ Die hohe Konzentration vieler Indizes bedeutet für Dombeck im Endeffekt, dass passive Anleger häufig unbewusst High-Conviction-Ansätze nutzen.

High Conviction in der Nische

Asset Owner können nach Meinung von Dombeck selbst bei der Beimischung eines aktiven und von der Benchmark stärker abweichenden Portfolios ein insgesamt ausgewogeneres Rendite-Risiko-Profil über alle Aktienanlagen hinweg erzielen. Er verweist zudem darauf, dass nicht immer alle Stile gleichermaßen funktionieren und manchen Strategien mitunter temporär einem Index bei der relativen Wertentwicklung hinterherlaufen können. Seiner Einschätzung nach nimmt auch die Markteffizienz aufgrund der immer stärker werdenden Passivallokationen von Investoren deutlich ab. Dombeck sieht auch in Aktienrückkäufen einen zusätzlichen Faktor, der die Preisbildung beeinflussen kann, weil die dadurch entstehende Nachfrage nicht unmittelbar aus den fundamentalen Anlageentscheidungen klassischer Investoren resultiert. „Sprich: Die Kombination verschiedener Faktoren unterstützt seiner Meinung nach eigentlich das Argument für aktive Ansätze bis hin zu stark konzentrierten Strategien.“

Die Aufgeschlossenheit institutioneller Anleger gegenüber solchen hochkonzentrierten Ansätzen variere aber von Investor zu Investor deutlich, so Dombeck. Während sich einige Häuser eher eng an Benchmarks orientieren, seien andere für besonders aktive Ansätze durchaus offen, dabei könnten die Strategien teils sogar bis in den Hedgefonds-Bereich hineinreichen. „Grundsätzlich gilt, dass dort besonders aktive Positionierungen vielversprechend sind, wo

Informationsineffizienzen am höchsten sind.“ Das sei etwa im Mid- und Small-Cap-Bereich der Fall. Hier habe man zuletzt in diversen Suchaufträgen auch etliche High-Conviction-Ansätze in der Analyse berücksichtigt, sagt Dombeck. Ob so ein Ansatz letztlich einem Kunden dann auch ins Konzept passe, müsse dieser individuell entscheiden. Statt des einen besten Asset Manager gehe es ohnehin eher darum, den für die jeweiligen Bedürfnisse bestgeeigneten Investment Manager zu identifizieren. Für Investoren und Berater rückt damit die Selektion umso stärker in den Fokus. Die Information Ratio ist dabei freilich nur ein Auswahlkriterium. Mit Maßstäben wie Upside- und Downside-Capture-Ratio untersuchen sie zudem, wie sich Fonds in unterschiedlichen Marktumfeldern behaupten. Für Dombeck ist auch der Active Share eines Ansatzes wichtig: „Wir wollen nicht, dass unsere Kunden aktive Gebühren für semi-passive Ansätze bezahlen.“

Auch Carl-Theodor Toerring, beim Verband der Bayerischen Metall- und Elektroindustrie (VBM) für Kapitalanlagen zuständig, sieht nur begrenzten Spielraum für hochkonzentrierte Ansätze: Diese müssten nach Kosten einen nachhaltigen Mehrwert bringen. Der Mehrwert für den Kunden liege einfach ausgedrückt darin, dass dessen Anlageziel erreicht wird. „Institutionelle Anleger überwachen und steuern ihre Anlagen im Rahmen der strategischen Asset Allokation. Sie werden und sollen nicht belohnt werden für die Generierung eines eher kurzweiligen Tracking Errors und können auch bei besserer Ressourcen-Ausstattung oftmals kostengünstigere Anlagestrategien umsetzen“, so Toerring. Folgerichtig seien viele Institutionelle eher in passive Strategien investiert. „Natürlich sollen alle Anleger in ihrem Portfolio High-Conviction-Ideen abbilden“, sagt Toerring. In den letzten Jahren sei der passive Markt aber so stark gewachsen, dass es mittlerweile auch gute Small-Cap-ETFs oder auch starke ETFs auf Schwellenländer gebe, die sehr breit diversifiziert und wesentlich billiger als aktiv verwaltete Fonds sind. Er ist daher überzeugt, dass der Markt für passive Strategien weiter in den nächsten Jahren steigen wird.

Die Präferenz institutioneller Anleger für passiv hat neben der dürftigen Erfolgsbilanz vieler aktiver Manager noch weitere praktische Gründe. Auf gängige Indizes wie S&P 500, Russell oder Euro Stoxx lassen sich passgenaue Absicherungen einfach umsetzen. Je flexibler und aktiver ein Aktienmanager agiert und je höher der Tracking Error, umso komplexer und herausfordernder wird die Absicherung. Gerade für verpflichtungsorientierte Anleger, die mit fester Wertuntergrenze und entsprechenden Absicherungen agieren, bieten sich daher passive Ansätze besonders an.

Insgesamt spricht also viel dafür, dass stark konzentrierte und flexible Aktienansätze bei den meisten Investoren auch in Zukunft eher eine Nebenrolle spielen dürften. Dennoch lohnt es sich, diese Fonds genauer zu beobachten. Denn gerade in Spezial- und Nischensegmenten können hochwertige High-Conviction-Fonds sicher eine Bereicherung fürs Portfolio sein.

bses#

Die Vielfalt von Biodiversität

Neue Perspektiven einer nachhaltigen Finanzwirtschaft

portfolio
institutionell

Die Rubrik der Meinungsführer

Vom Portfoliorisiko zur Kreditentscheidung

Für institutionelle Anleger und Finanzinstitute wird der Zustand von Ökosystemen zunehmend zu einer Frage von Risiko, Rendite und langfristiger Resilienz. Unternehmen sind auf Leistungen der Natur angewiesen – etwa auf Wasser, fruchtbare Böden oder stabile Ökosysteme. Werden diese Leistungen durch den Verlust der Biodiversität beeinträchtigt, können Produktionsausfälle, Lieferkettenprobleme oder Wertverluste die Folge sein und dies nicht nur in der Landwirtschaft, sondern auch in der Energieversorgung, dem produzierenden Gewerbe oder dem Bauwesen. Diese Entwicklungen können sich unmittelbar in Finanz- und Kreditrisiken übersetzen.



Die Europäische Zentralbank kommt ebenfalls zu dem Schluss: Naturbezogene Risiken können zu Kredit-, Markt- und Versicherungsrisiken führen. Dabei ist die Exposition des Finanzsektors erheblich. Rund 72 Prozent der von

Banken finanzierten Unternehmen im Euroraum hängen laut EZB in hohem Maße von mindestens einer Ökosystemleistung ab.

Für Anleger stellt sich deshalb zunehmend die Frage: Wie lassen sich Biodiversitätsrisiken im Portfolio messen und managen? Erste Ansätze ermöglichen es, Abhängigkeiten und Auswirkungen von Unternehmen und Portfolios zu erfassen, beispielsweise über sektor- und standortbezogene Daten. Diese Bewertungen dienen als Grundlage, um Risiken und wirtschaftliche Aktivitäten in Verbindung zu bringen und Ansätze für Investitionsentscheidungen und Engagement zu entwickeln. Auch im Kreditgeschäft bietet sich ein konkreter Hebel. Die Publikation „Biodiversität in der Kreditvergabe“ von Global Nature Fund und dem VfU, gefördert vom BMUKN und BfN, zeigt anhand der Sektoren Agrar- und Lebensmittelwirtschaft, Immobilien und Chemie, wie biodiversitätsbezogene KPIs in Kreditprozesse integriert werden können. Gerade Immobilienfinanzierungen bieten interessante Ansatzpunkte: Flächenversiegelung, Wassermanagement oder die Lage eines Objekts und die eingesetzten Materialien sind biodiversitätsrelevant. Solche Aspekte sind in die Kreditanalyse, Kreditrichtlinien oder Sustainability-Linked Loans integrierbar. Damit wird Biodiversität vom abstrakten Nachhaltigkeitsthema zu einer konkreten Entscheidungsgröße.

Für institutionelle Investoren gilt letztlich dasselbe wie für Kreditinstitute: Messen ist der erste Schritt – entscheidend ist, die Ergebnisse in Investment-, Finanzierungs- und Engagement-Entscheidungen zu übersetzen. Biodiversitätsdaten können dabei nicht nur helfen, Risiken früh zu erkennen, sondern auch Kapital in eine resilientere und naturverträgliche Wirtschaft zu lenken.

Andrea Reuter, Projektmanagerin, Global Nature Fund

Kirchliche Investoren gegen Tiefseebergbau

Die Tiefsee ist das am wenigsten erforschte Ökosystem der Erde. Tiefseebergbau bedroht nach Einschätzung kirchlicher Anleger die Meeresökosysteme, das Klima und die Lebensgrundlagen von Küstengemeinschaften. Wissenschaftliche Studien haben ergeben, dass sich die von Eingriffen betroffenen Arten am Meeresboden nur extrem langsam oder gar nicht regenerieren. Zu rechnen ist mit irreversiblen Schäden an der Biodiversität und einer Schwächung der Ozeane als wichtigste Kohlenstoffsенke des Planeten. Hinzu kommt die Bedrohung der kulturellen Identität und der vom Fischfang abhängigen Ernährungssicherheit von Anrainern. Auch an ökonomischer Nachhaltigkeit mangelt es, da Tiefseebergbau mit unüberschaubaren finanziellen Risiken einhergeht.

Als Asset Owner haben Kirchen und kirchennahe Organisationen Zugang zu Unternehmen. Mit ihrer Kombination aus Kapital- und Wertemacht können sie in Engagement-Dialogen einen Beitrag für ein Moratorium leisten. Denn darum geht es: Gemeinsam mit Wissenschaft, Politik, Wirtschaft und Zivilgesellschaft, ein welt-

weites Moratorium für kommerziellen Tiefseebergbau durchzusetzen.

Deshalb schlossen sich auf Initiative des Arbeitskreises Kirchlicher Investoren (AKI) 17 Anleger aus Europa zusammen, darunter sechs Jesuitenprovinzen, drei Bistümer, die Church of Sweden und die Protestant Church of the



Netherlands. Gemeinsames Ziel: Unternehmen für die Unterstützung eines Moratoriums zu gewinnen. Die Unternehmen sollen sich öffentlich verpflichten, keine Mineralien aus dem Tiefseeboden zu beziehen, solche Rohstoffe aus den Lieferketten auszuschließen und Tiefseebergbau nicht zu finanzieren oder zu versichern.

Erste Erfolge gibt es bereits: Der Halbleiterproduzent Infineon ist ein bedeutender potenzieller Abnehmer von Rohstoffen aus dem Meeresboden und wurde darum von den kirchlichen Investoren als Unternehmen identifiziert, das durch öffentliche Positionierung einen Beitrag dazu leisten kann, die Aufnahme kommerzieller Tiefseebergbauaktivitäten unattraktiver zu machen. Der AKI ist seit 2024 mit Infineon im Austausch dazu. Seit Kurzem unterstützt das Unternehmen offiziell das Vision Statement for a Pause on Deep-Sea-Mining. (pausedeepseamining.org/endorsers). Es verpflichtet sich, keine Mineralien aus dem Tiefseeboden zu beziehen.

Die ökumenische Gruppe kirchlicher Anleger wird sich an weitere strategisch wichtige Unternehmen wenden. Sie eint die Überzeugung, dass (kollaboratives) Engagement ein unverzichtbares und wirksames Instrument ethisch-nachhaltiger Geldanlage ist.

Dr. Karin Bassler, Geschäftsführerin, AKI

Risiko Wasserknappheit früh erkennen

Dürren, Ernteaussfälle, Waldbrände, unbefahrbare Flüsse – dieser Sommer war extrem. Und solche Extreme könnten künftig zur neuen Normalität werden. Beispiel Wasserknappheit: War diese bislang vor allem ein Problem in Spanien oder Nordafrika, ist nun auch zunehmend Mitteleuropa mit den Folgen ausbleibender Regenfälle und sinkender Grundwasserpegel konfrontiert.



Sauberes Wasser ist neben fruchtbaren Böden, natürlichen Rohstoffen, sauberer Luft oder Naturkatastrophen-Schutz eine der zentralen Leistungen intakter Ökosysteme. Doch fortschreitende Naturzerstörung und Klimawandel bedrohen die biologische Vielfalt unseres Planeten – die Basis dieser kostenlosen Ökosystem-

dienstleistungen. Je stärker die Biodiversität schwindet, desto größer werden die Risiken für Unternehmen.

Auch an den Finanzmärkten wächst das Bewusstsein, dass die Bedeutung von Naturrisiken weit über Regulatorik, freiwilliges Reporting oder Reputationsfragen hinausgeht und dass der Verlust von Natur die physische Geschäftsgrundlage vieler Unternehmen gefährdet. Wasserknappheit ist dabei ein branchenübergreifendes Risiko – von Energieversorgern über Chiphersteller und Bergbauunternehmen bis hin zu Schifffahrts- und Agrarunternehmen.

Doch wie können Investoren die finanziellen Folgen zunehmender Naturrisiken wie Wasserknappheit messen und in der Anlage berücksichtigen? MSCI hat auf Basis empirischer Daten ein Modell entwickelt, um die finanziellen Folgen von Wasserknappheit abzuschätzen. Die MSCI Nature Financial Risk Metrics berücksichtigen sowohl branchenspezifische Risikofaktoren als auch standortbezogene Bedingungen. Denn für die Risikoabschätzung ist entscheidend, in welchen Geschäftsfeldern und Regionen ein Unternehmen operiert. Eine MSCI-Analyse eines Portfolios von über 9.500 Emittenten börsennotierter Aktien und Anleihen verdeutlicht die finanzielle Bedeutung von Wasserrisiken: Wasserknappheit verursacht demnach jährliche Kosten von 485 Milliarden US-Dollar.

Dabei können Risiken bisweilen unterschätzt werden, wenn Investoren lediglich die direkte Geschäftstätigkeit eines Unternehmens betrachten. Risiken finden sich jedoch auch in den Lieferketten vieler Firmen. Die Analyse zeigt, dass für die Unternehmen dadurch zusätzliche Kosten von 158 Milliarden US-Dollar entstehen könnten. Mit den MSCI Nature Financial Risk Metrics können Investoren solch leicht zu übersehende finanzielle Folgen rechtzeitig erkennen – bevor der nächste Dürresommer vor der Tür steht.

Arne Philipp Klug, Nature Metrics Lead, MSCI Sustainability & Climate Research

Intention und Macher der ESG-Rubrik

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

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

portfolio
institutionell

Fiduciary Management: Das Angebot wächst – nicht unbedingt aber der Markt

Von Jens Kummer

OCIO, Fiduciary Management, Pension Management: Hinter den Begriffen stehen unterschiedliche Leistungsbündel und Entscheidungsbefugnisse. Das erschwert die Abgrenzung des deutschen Marktes. Ob er insgesamt wächst, stagniert oder schrumpft, lässt sich aus den vorliegenden Angaben nicht belastbar bestimmen.

Wer nach Belegen für den Erfolg von Fiduciary Management sucht, landet in Großbritannien. Doch etabliert heißt nicht wachstumsstark. Isios Erhebung 2025 zeigt zwar über 800 Mandate, aber auch einen leichten Rückgang bei fast unverändertem Vermögen. Pensionspläne sichern Verpflichtungen über Buy-ins ab oder übertragen sie per Buy-out auf Versicherer. Stagnierendes Gesamtvermögen und Neugeschäft schließen sich nicht aus. In den Niederlanden liegen laut Bericht 2024/25 der Zentralbank DNB bei 75 von insgesamt 158 Pensionseinrichtungen Fiduciary Management und Asset Management beim selben Anbieter. Das zeigt Verbreitung, nicht Wachstum. Die Zentralbank warnt vor Interessenkonflikten, wenn der Strategieberater zugleich an der Umsetzung verdient. Delegation ersetzt weder Verantwortung noch Kontrolle.

In Deutschland beginnt die Schwierigkeit beim Namen. OCIO und Fiduciary Management sind keine eigenen aufsichtsrechtlichen Kategorien; international werden die Begriffe uneinheitlich verwendet. Maßgeblich sind Tätigkeiten und Erlaubnisse. Ein neues Etikett macht aus Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung noch keine neue Dienstleistung. Entscheidend sind gebündelte Aufgaben und tatsächlich delegierte Entscheidungsbefugnisse. Consulting, ein Multi-Asset-Fonds oder die Administration eines CTA sind für sich genommen keine ausgelagerte CIO-Funktion.

So entsteht ein babylonisches Sprachgewirr: Ähnliche Leistungen laufen unter verschiedenen Namen, während derselbe Begriff unterschiedliche Mandate bezeichnen kann. Anbieter setzen eigene Schwerpunkte; ihre Leistungsbilder ergeben keine einheitliche Marktdefinition. Wer Mandatszahlen oder AuM vergleichen will, muss deshalb zuerst klären, welche Aufgaben, Kundengruppen und Entscheidungsbefugnisse jeweils erfasst sind. Sonst werden Beratung, Administration, einzelne Umsetzungsleistungen und umfassende Investmentsteuerung zu einem vermeintlich einheitlichen Markt zusammengezählt. Das CFA Institute definiert OCIO als Verbindung strategischer Investmentberatung mit -management. Der Investor genehmigt den Rahmen, der Dienstleister verantwortet die Umsetzung. Einzelne Zustimmungsvorbehalte schließen dies nicht aus. Wer nur empfiehlt, ist Consultant; wer einzelne Funktionen eigenständig steuert, übernimmt eine Teildelegation. Ein Vollmandat bündelt wesentliche Investmentfunktionen mit substanziellen Entscheidungsbefugnissen.

Mercer prägt das Corporate-Geschäft

Mitte 2026 standen nach einer WTW-Modellrechnung 291,6 Milliarden Euro Dax-Pensionsverpflichtungen 264,9 Milliarden Euro Pensionsvermögen gegenüber. Der Ausfinanzierungsgrad stieg von 87 Prozent Ende 2025 auf 90,8 Prozent. Neben der Kapitalmarktentwicklung half der um zehn Basispunkte auf 4,2 Prozent gestiegene Rechnungszins: Er senkte den bilanziellen Verpflichtungswert, nicht die zugesagten Renten. Das eröffnet Spielräume für De-Risking und Auslagerung – begründet aber noch keinen Bedarf an einem externen Investmentchef. Mercer gehört zu den prägenden Anbietern im Corporate-Geschäft und verbindet

Zugang zu globaler Real Estate Expertise

Profitieren Sie von unserem Zugang zu attraktiven Eigen- und Fremdkapitalinvestitionen in allen wichtigen Sektoren und Regionen.

- Unter den Top 5 der größten Immobilienmanagern weltweit ¹
- Mehr als 90 Jahre Erfahrung in Immobilieninvestments ²
- Über 600 lokale Experten in mehr als 35 Städten weltweit ²

nuveen
REAL ESTATE

Investieren, als würde die Zukunft zusehen.

nuveen.com/RealEstate

¹ Einer der Top 5 Immobilienmanager weltweit gemäß dem Real Estate Managers Special Report von Pensions & Investments, November 2025. Das Ranking umfasst 63 Immobilienmanager, die nach ihrem weltweiten Immobilienvermögen zum 30. Juni 2025 eingestuft wurden. Das Immobilienvermögen wird abzüglich eingesetztem Fremdkapital ausgewiesen, einschließlich zugesagter oder erhaltener, aber noch nicht investierter Einlagen; REOCs sind im Eigenkapital enthalten; REIT-Wertpapiere sind ausgeschlossen.

² Nuveen, Stand 31. Dez. 2025

Kapitalanlagen sind mit Risiken verbunden. Ein Verlust des investierten Kapitals ist möglich. Immobilienbezogene Vermögenswerte sind eine im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen weniger entwickelte, illiquide und weniger transparente Anlageklasse. Immobilieninvestitionen unterliegen verschiedenen Risiken, darunter Schwankungen der Immobilienwerte, unerwartet hohe Kosten oder unerwartet niedrige Einnahmen, Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds, Währungsschwankungen, Umwelt- und Haftungsrisiken, Kosten und Verfügbarkeit von Versicherungsschutz sowie Risiken im Zusammenhang mit der Vermietung von Immobilien. Immobilienkredite beziehen sich auf Immobilienvermögen oder sind durch Immobilienvermögen besichert. Derartige Investments sind mit erheblichen Risiken verbunden. Dazu zählen das Kreditrisiko, das Zinsänderungsrisiko, das Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung oder Laufzeitverlängerung, das Liquiditätsrisiko sowie das Risiko eines teilweisen oder vollständigen Verlusts des eingesetzten Kapitals. Verbriefte Immobilienkredite können schwer zu bewerten und zu veräußern sein, insbesondere in Phasen von Marktstress. Die Performance hängt von der Bonität der zugrunde liegenden Kreditnehmer, den Immobilienwerten, den Vermietungs- bzw. Belegungsquoten sowie den allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ab. Diese Anlagen können komplex strukturiert sein, was Auswirkungen auf ihr Risiko- und Renditeprofil hat. 5912945

Aktuariat, Personalberatung, ALM und Kapitalanlage. Eine belastbare deutsche OCIO-Statistik fehlt jedoch. Seit September tritt Mercer unter der Marke Marsh auf. WTW verbindet ebenfalls bAV-Beratung und Investmentlösungen. Metzler bietet Pension Management mit CTA, eigenem nicht-versicherungsförmigem Pensionsfonds, Kapitalanlage und Administration. Das sind integrierte bAV-Leistungen, aber nicht automatisch OCIO.

Berater, Manager – oder beides?

RMC positioniert sich mit ALM, strategischer Allokation, Risiko-steuerung und Controlling als Investment Consultant. Eigenes diskretionäres Fiduciary-Geschäft ist nicht belegt. Faros bietet daneben über die Faros Fiduciary Management AG treuhänderisches Vermögensmanagement an. Feri verbindet Beratung, Asset Management und Vermögensverwaltung. Ob ein OCIO-Mandat vorliegt, entscheidet der Auftrag. Alpha Portfolio Advisors kombiniert Managerselektion und Allokationsberatung mit regelgebundenen dynamischen Strategien und Managerberatung. Ein eigenes Anlagekonzept oder Produkt ist aber noch kein ausgelagerter CIO.

Dass weitreichendes Outsourcing nicht auf Corporates beschränkt ist, zeigt Ampega. Für die Deutsche Steuerberater-Versicherung übernahm man 2023 KVG-Funktion und Portfoliomanagement eines Spezialfonds von rund 350 Millionen Euro. Seit 2024 verantwortet man das gesamte Kapitalanlagemanagement samt HGB-Rechnungslegung, Meldewesen, Risikocontrolling und Reporting. Damaliges Volumen: rund eine Milliarde Euro inklusive des Spezialfonds. Das ist umfassendes Investment-Outsourcing. Wie weit strategische Entscheidungsbefugnisse übertragen wurden, ist öffentlich nicht bekannt. Zudem befindet sich die Kasse seit 2022 in Abwicklung – ein Sonderfall, kein Beleg für einen breiten Trend.

Ampegas Fiduciary-Geschäft reicht aber über diesen Einzelfall hinaus. Laut Felix Peters, Leiter Institutional Business, betreut das Haus seit vielen Jahren mehrere Versicherungskunden mit einem Anlagevolumen im insgesamt niedrigen zweistelligen Milliardenbereich. Die Angabe erweitert das Bild der Marktpräsenz, lässt ohne Vergleichszahlen aber keinen Rückschluss auf das Wachstum zu. Dabei stellt Ampega diesen Kunden nach eigener Aussage dieselbe Infrastruktur und Expertise zur Verfügung wie den Gesellschaften der Talanx-Gruppe, für die das Haus rund 150 Milliarden Euro verwaltet. Das Leistungsangebot reicht von der SAA und dem Portfoliomanagement bis zur HGB-/IFRS-Nebenbuchführung, zum Kapitalanlagecontrolling, aufsichtsrechtlichen Meldewesen und Management-Reporting. Kleinere und mittelgroße Versicherungen können laut Ampega so Skaleneffekte nutzen und eigene operative Strukturen entlasten. Die Einbeziehung der SAA konkretisiert das Angebot; welche Entscheidungen der Dienstleister eigenständig treffen darf, bleibt aber auch in dieser Auskunft offen.

Die Ausgangslagen unterscheiden sich: Für viele Corporates liegt die Pensionskapitalanlage außerhalb des operativen Kerngeschäfts. Pensionskassen und Versorgungswerke verstehen die CIO-Funktion dagegen als Kernaufgabe: strategische Allokation, Risiko-steuerung und Kontrolle der Umsetzung. Sie sind keine „natürlichen Outsourcer“ im selben Sinne wie Corporates. Externe Manager für einzelne Anlageklassen einzusetzen, ist etwas anderes, als die übergreifende Investmentsteuerung abzugeben.

Allianz GI, DWS, Generali Asset Management, Amundi, Blackrock oder Fidelity verbreitern das Feld mit Investmentlösungen. Eigene Produkte schließen ein Fiduciary-Modell nicht aus, erfordern aber klare Governance: Wer wählt aus, wer verdient wo, wer kontrolliert? Das gilt auch für Berater mit Produktgeschäft. Anbieterherkunft,

Unabhängigkeit und Delegationsumfang sind keine austauschbaren Gütesiegel.

Viele Begriffe, unterschiedliche Leistungen – kein einheitlicher Markt

Haus	Begriffe und Leistungsbild	Warum nicht direkt vergleichbar
Mercer/Marsh, WTW	OCIO, delegierte Investmentlösungen; bAV-Beratung	Beratung und übertragene Inv.-Steuerung sind zu unterscheiden.
Metzler	Pension Management; CTA, Pensionsfonds, Anlage, Admin.	Eine bAV-Plattform umfasst mehr als Inv.-Steuerung; nicht pauschal OCIO.
RMC	Inv. Consulting; ALM/SAA, Risikosteuerung, Controlling	Beratung belegt keine eigenständigen Anlageentscheidungen.
Faros	Consulting und Fiduciary Management	Beratungs- und delegierte Mandate müssen getrennt erfasst werden.
Feri	Consulting, Asset Management, Vermögensverwaltung	Das Leistungsspektrum allein belegt kein OCIO-Vollmandat.
Alpha Portfolio Advisors	Managerselektion, Allokationsberatung, dynam. Strategien	Einzelne Strategien sind keine übergreifende Inv.-Steuerung.
Ampega	Fiduciary Man. für Versicherer, Kapitalanlage u. Administration	Umfassende Betreuung der Aktivseite Entscheidungs-befugnisse zu klären.

Auswahl, keine Rangliste. Begriffe und Leistungsbilder fassen die beschriebenen Angebote zusammen; sie bilden keine einheitlichen Marktkategorien. Quelle: Eigene Darstellung; © portfolio institutionell

Die Entscheidung fällt beim Investor: Welche Investmentfunktionen will und kann er selbst wahrnehmen – und wo verspricht ein externer Partner Mehrwert? Für den deutschen Gesamtmarkt lässt sich aus den vorliegenden Angaben weder Wachstum noch Rückgang belastbar ableiten. Es fehlen Abgrenzung und Zeitreihen. Aussagekräftige Statistiken sind für klar definierte Teilmärkte möglich; sie beantworten aber nicht die Frage nach dem heterogenen deutschen Gesamtmarkt. Dafür müssten einheitlich abgegrenzte Mandate und delegierte Funktionen über die Zeit erfasst, zusätzliche Auslagerungen von Anbieterwechseln sowie Zuflüsse von Kursgewinnen getrennt werden.

Der Hotelmarkt ist zurück

Doch die Anforderungen an erfolgreiche Investments sind gestiegen - entscheidend sind heute Standort, Betreiber und Betriebskonzept.

„Ein Hotel lebt nicht von einer einzigen Gästegruppe. Belastbare Konzepte verbinden unterschiedliche Nachfragequellen und schaffen so stabile Erträge.“



Sven Nötling
Head of Hospitality,
Commerz Real
Investmentgesellschaft mbH

COMMERZ REAL 

Die Hotelmärkte haben sich längst stabilisiert. In Deutschland lag die durchschnittliche Hotelauslastung in den vergangenen zwölf Monaten bis Juni 2026 bei rund 68 Prozent. Gleichzeitig erreichte die durchschnittliche Zimmerrate 116 Euro, der RevPAR – also der Umsatz pro verfügbarem Zimmer – 79 Euro. In vielen europäischen Märkten haben sich die Fundamentaldaten ebenfalls wieder deutlich verbessert. Auch auf Anlegerseite hellt sich das Bild auf. Laut CBRE wollen mehr als 90 Prozent der befragten Investoren ihre Hotelallokation 2026 mindestens halten oder ausbauen.

Das unterstreicht: Hotels werden heute wieder als langfristig attraktive Immobilienanlage wahrgenommen. Gleichzeitig haben sich die Anforderungen an erfolgreiche Hotelinvestments verändert.

Nachfrage ist heute vielfältiger

Geschäftsreise oder Urlaub, Premium oder Budget – diese Kategorien reichen längst nicht mehr aus, um den Hotelmarkt zu beschreiben. Reiseanlässe überschneiden sich zunehmend. Folglich erwarten Gäste Konzepte, die sich flexibel an unterschiedliche Bedürfnisse anpassen. Der B-Leisure-Trend – die Verbindung von Business und Leisure – ist dafür ein gutes Beispiel. Davon profitieren Hotels an attraktiven Business-Standorten, die ihre Nachfrage auf mehrere Zielgruppen stützen. Limited-Service-Konzepte

zeigen, wie sich Wirtschaftlichkeit und Komfort miteinander verbinden lassen. Sie sprechen Geschäftsreisende ebenso an wie Städteurlauber oder Projektmitarbeiter und reagieren damit robuster auf Veränderungen einzelner Marktsegmente. Wer sich nicht auf einen Reisezweck verlässt, sondern unterschiedliche Nachfragequellen bündelt, schafft eine stabilere Auslastung. Entscheidend ist nicht die größtmögliche Leistungstiefe, sondern ein Angebot, das den tatsächlichen Bedarf der Gäste trifft.

Operative Stärke wird zum Wettbewerbsvorteil

Hotelimmobilien sind als Assetklasse zurück. Gleichzeitig sind sie operativer als andere Immobiliensegmente. Der Erfolg hängt nicht allein von Lage und Auslastung ab, sondern ebenso von Standort- und Betreiberqualität sowie Vertragsstruktur und konsequentem Kostenmanagement. Denn steigende Personal- und Energiekosten belasten die Margen ebenso wie ein hoher Vertriebsaufwand. Gleichzeitig entscheidet die Art des Betreibermodells zunehmend über den wirtschaftlichen Erfolg. Hotels mit einer starken Marke und einem hohen Anteil direkter Buchungen behalten einen größeren Teil ihrer Wertschöpfung im Haus als Betriebe, die in hohem Maß auf Online-Buchungsportale angewiesen sind.

Für Investoren wird deshalb nicht die globale Entwicklung der Buchungszahlen entscheidend, sondern die Belastbarkeit des konkreten Konzepts. Ein Beispiel dafür sind Limited-Service-Hotels wie unser „Zleep Hotel“ nahe des Madrider Flughafens, das Geschäftsreisende, Crews, Projektmitarbeiter und Städtereisende gleichermaßen anspricht. Erfolg entsteht dort, wo Immobilie, Betrieb, Standort und Nachfrageprofil zusammenpassen.

Gender Pay Gap: Spurensuche in der bAV

Von Klaus Morgenstern

Viele HR-Abteilungen grübeln noch, wo die bAV bei der Entgelttransparenz betroffen ist. Dabei tickt die Uhr. Die EU-Richtlinie hätte längst umgesetzt werden müssen. Aber wie so oft im Leben gilt auch hier: Kommt Zeit, kommt Rat – und mehr Aufwand.

Deutschland hinkt wieder einmal hinterher. Bis zum 6. Juni dieses Jahres hätte die EU-Entgelttransparenz-Richtlinie in nationales Recht umgesetzt werden müssen. Aber das entsprechende Gesetz ist noch in weiter Ferne. Es gibt noch nicht einmal einen Referentenentwurf, an dem sich die Unternehmen orientieren könnten. Dennoch wäre es falsch, die Hände in den Schoß zu legen. Da die Frist verstrichen ist, gilt zwar das bisherige deutsche Entgelttransparenzgesetz vorerst weiter. Allerdings wirkt die EU-Richtlinie unter Umständen bereits unmittelbar für den öffentlichen Dienst. Außerdem werden Arbeitsgerichte das bestehende nationale Recht zunehmend richtlinienkonform auslegen.

Die Unternehmen kommen also gar nicht umhin, sich schon jetzt Gedanken darüber zu machen, wie die betriebliche Altersversorgung bei der Entgelttransparenz einbezogen wird. Die bAV ist unbestritten Bestandteil der Gesamtvergütung, auch wenn etliche Details ihrer Einbeziehung derzeit noch offen sind. „Methodische Entscheidungen sollten daher schon früh dokumentiert und später bei nationaler Konkretisierung gegebenenfalls nachjustiert werden“, rät Nele Becker, Senior Consultant im Bereich Wealth Solutions bei Aon. Dabei räumt sie allerdings auch ein, was viele bAV-Experten in den Unternehmen schon seit längerem zu bedenken geben – die Einbeziehung der Zusagen in der betrieblichen Altersversorgung ist mit einigen Herausforderungen ver-

bunden. Nele Becker zählt einige Aspekte auf: Die Leistungen werden erst zu einem späteren Zeitpunkt fällig. Zins, Rendite und Biometrie können eine Rolle spielen. Daher ist es notwendig, sie in eine heute vergleichbare Größe umzurechnen. „Erst dieser Äquivalenzwert macht die bAV-Leistungen im Sinne der Entgelttransparenz vergleichbar“, stellt die Aon-Expertin fest.

Die Herstellung dieser Vergleichbarkeit wird durch mehrere Faktoren erschwert. Das deutsche Betriebsrentensystem ist ausgesprochen heterogen, nicht nur landesweit, sondern oft schon auf der Ebene des einzelnen Unternehmens. Mitunter haben sich über die Jahre durch Übernahmen und Fusionen verschiedene Versorgungssysteme angesammelt. Der spätere Wert der jeweiligen bAV entsteht über die Jahrzehnte, abhängig von Zins, Rendite der Anlagen und Biometrie. Auch sind etwaige Garantien und Risikoschutz in Beiträgen nicht sichtbar. Gleiche Beiträge können je nach Alter und Zusagetyp zu unterschiedlichen Werten führen. „Gerade deshalb ist es so wichtig, dass der verwendete Äquivalenzwert nachvollziehbar ist und es dafür eine konsistente und dokumentierte Methodik gibt“, beschreibt Nele Becker die Konsequenzen.

Hört man sich um, dann ist der Arbeitsstand in den einzelnen Unternehmen ganz unterschiedlich. Größere Unternehmen sind schon weiter, kleinere warten oft noch ab. Die Entgeltstrukturen sind meist schon relativ gut erfasst, bei der bAV hingegen ist die Aktivität sehr unterschiedlich. Punktueller Erhebungen ergeben, dass die bAV eher ein Thema für das kommende Jahr ist. Gedanken darüber machen sich aber inzwischen wohl die meisten, zumindest jene Unternehmen, die schon in naher Zukunft strengeren Berichtspflichten unterliegen (siehe Tabelle Seite 27).

Für die Bewertung der bAV-Zusagen finden die Unternehmen mittlerweile Anleitungen, sei es durch die Veranstaltungen und Fachgremien der Arbeitsgemeinschaft betriebliche Altersversorgung (ABA) oder durch Berater. Im Wesentlichen dreht sich die Diskussion um drei Kenngrößen. Da wo es möglich ist, kommt der zugesagte Beitrag in Betracht. Das ist zum Beispiel bei Plänen auf Versicherungsbasis der Fall. Dort folgt die Leistung den Beiträgen. Für Zusageformen, bei denen kein Beitrag als geeignete Bewertungsgröße vorliegt oder zielführend verwendet werden kann, sind mit Service Cost und Teilwertprämie zwei andere Kennziffern im Gespräch. Die Service Cost beschreibt den Barwert des in der Periode erdienten zusätzlichen Leistungsanspruchs. Sie hat einen Vor- und einen Nachteil. Zwar liegt sie mit den Jahresabschlussbewertungen bereits vor, jedoch führt ihre Abhängigkeit von der Dienstzeit zu einem generellen Anstieg mit zunehmendem Alter. Daher sehen viele Experten eher die Teilwertprämie als geeignet. Dabei handelt es sich um eine versicherungsmathematische konstante Prämie zur Finanzierung der Leistung. Für die Teilwertprämie plädiert auch Florian Burg, Senior Partner und Head of Wealth Germany bei Aon. Seine Empfehlung: „Wird die Leistung durch den Beitrag bestimmt, sollte dieser auch als Äquivalenzgröße herangezogen werden. In den anderen Fällen dient die Teilwertprämie mit einem sich an der Marktentwicklung orientierenden Diskontierungszins als geeigneterer Ansatz.“ Letzteres vermeide altersabhängige Unterschiede. Florian Burg rät zudem, die Bewertungsannahmen über die Jahre konstant zu halten und diese nicht jährlich anzupassen. „Vergleichbarkeit im Zeitverlauf ist eine wichtige Basis für eine zielführende Bewertung der bAV.“

Zusätzlicher Aufwand für die Unternehmen

Dieser Hinweis von Florian Burg macht zugleich auf eine Nebenwirkung der EU-Entgelttransparenz-Richtlinie aufmerksam: Sie beschert den Unternehmen in der bAV neuen zusätzlichen Aufwand. Berater stellen zwar immer auch die positiven Seiten heraus: Die bAV werde als integraler Bestandteil der Gesamtvergütung sichtbarer und der Wert der Arbeitgeberzusage könne ausgewiesen werden. Aber: Die bürokratischen Pflichten ufern immer weiter aus. Nicht ohne Grund empfahl eine von der Bundesregierung eingesetzte Kommission bereits Ende 2025 eine möglichst praxisnahe und bürokratiearme Umsetzung.

BVV-Vorstand Marco Herrmann warnte schon vor Monaten, dass sich die Richtlinie als Bürokratiemonster entpuppen könnte und sich die bAV mittendrin befindet. Zwar sei das Ziel der Schließung der Lohnlücke zwischen den Geschlechtern durch mehr Transparenz „nobel“, aber es gebe eine Reihe von Herausforderungen, gerade bei Altsystemen, die nicht mehr an das aktuelle Entgelt gekoppelt sind. Er appellierte daher an den Gesetzgeber, standardisierte und pauschalisierte Bewertungsmethoden für die bAV im Rahmen der Entgelttransparenz zu entwickeln, um den Aufwand zu verringern. Darauf warten die Unternehmen immer noch.

So verwundert es nicht, dass immer lauter auch an anderer Stelle Entlastung von Bürokratie gefordert wird. Die ABA hat erst Ende Juni ein umfangreiches Maßnahmenpaket zum Bürokratieabbau in der bAV vorgelegt, auch mit Blick auf die EU-Gesetzgebung. Der Katalog verfolgt das Ziel, die bAV durch Vereinfachung von Steuer-, Aufsichts- und Verfahrensregeln deutlich zu entlasten.

Eines der einsichtigsten Beispiele ist die Beschränkung der Unternehmen auf die Schriftform in der bAV. Die ABA wirft zu Recht die Frage auf, ob nicht auch die erweiterte Textform ausreicht. „Die Schriftform soll Rechtssicherheit schaffen und wichtige Erklärungen nachvollziehbar dokumentieren. In der Praxis erschwert sie jedoch zunehmend digitale Abläufe. Internetbasierte Portale (zum Beispiel Mitarbeiter-Portale) können diese Funktionen übernehmen, ohne den administrativen Aufwand einer Schriftform zu erzeugen“, plädiert die ABA. Gerade im Steuerrecht bestehen weiterhin Schriftformerfordernisse, die zu Medienbrüchen und unnötigem Verwaltungsaufwand führen.

Plädoyer pro „Once-only“-Prinzip

Andere Vorschläge aus dem ABA -Katalog zielen auf die Vermeidung paralleler Melde-, Dokumentations- und Berichtspflichten gegenüber unterschiedlichen Stellen, die inhaltliche Überschneidungen aufweisen. Die ABA fordert daher ein „Once-only“-Prinzip, bei dem Daten nur einmal erhoben und anschließend von allen berechtigten Stellen genutzt werden können. Auch eine Harmonisierung der Förder- und Beitragsgrenzen für die einzelnen Durchführungswege würde den administrativen Aufwand für die Unternehmen senken. So schlägt die ABA unter anderem vor, die Dotierungsgrenzen im Steuer- und Sozialversicherungsrecht bei Pensionskassen, Pensionsfonds und Direktversicherungen zumindest auf dem steuerlichen Niveau zu vereinheitlichen. Noch wirkungsvoller wäre ein vollständiger Wegfall oder eine deutliche Anhebung der Grenzen, um eine einheitliche Einbeziehung ganzer Belegschaften zu ermöglichen. Das würde auch die Zahl der genutzten Durchführungswege in den Unternehmen verringern.

Die Uhr tickt für Gender Pay Gaps Reports

Personalbestand	Fristen für Berichterstattung zu Gender Pay Gaps
250+ Mitarbeitende	Bis 7. Juni 2027 und in jedem darauf folgenden Jahr
150–249 Mitarbeitende	Bis 7. Juni 2027 und danach alle drei Jahre
100–149 Mitarbeitende	Bis 7. Juni 2031 und danach alle drei Jahre
Unter 100 Mitarbeitende	Auf freiwilliger Basis

Quelle: Aon; © portfolio institutionell

Pensionskassen droht Paralleluniversum

Von Klaus Morgenstern

Eine Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) gestattet seit Jahresanfang die Kombination von gesetzlicher Rente, Pensionskassenversorgung und Arbeitsentgelt. Damit weicht die bislang strikte Trennung von Anspar- und Leistungsphase auf. Aber wollen und können die Kassen diese Neuerung auch mitgehen?

Über die Gestaltung des Übergangs von der aktiven Erwerbsphase in die Rentenzeit wird hierzulande schon länger diskutiert. Neben der Debatte zur eifrig genutzten, aber von Experten heftig kritisierten Frühverrentung gibt es auch noch einen weniger beachteten Streitpunkt: Ist die „Fallbeil-Situation“, mit der die Erwerbstätigkeit zu Beginn der Rentenphase abrupt ein Ende findet, sinnvoll für den Einzelnen und für die Gesellschaft? Mehrere Entscheidungen des Gesetzgebers signalisieren, dass er einen gleitenden Übergang als geeigneter sieht. Zu diesen Entscheidungen gehört auch die Änderung des Paragraphen 232 im VAG. Bislang sah dieser Paragraph in Absatz 1 vor, dass Pensionskassenleistungen grundsätzlich erst mit dem Wegfall des Erwerbseinkommens gezahlt werden. Seit Januar 2026 ist dies ebenso möglich beim Bezug der gesetzlichen Vollrente. Was nicht expressis verbis drin steht, sich aber daraus ergibt: Die Pensionskasse kann die volle Leistung selbst bei vollem Hinzuverdienst erbringen. Daraus ergibt sich ein deutlich größerer gesetzlicher Spielraum für eine Erwerbstätigkeit parallel zur bAV. „Paragraph 232 VAG schafft die rechtlichen Voraussetzungen für mehr Flexibilität beim Übergang in den Ruhestand. Ob daraus ein echter Paradigmenwechsel entsteht, werden die Anpassungen der Pensionskassen, ihrer Regelwerke und der Arbeitgeber in den kommenden Jahren zeigen“, so die Prognose von Volker Meusers, Head of Funding Vehicles bei WTW.

Der größere Spielraum wird zusätzlich befeuert durch die Aktivrente, die ebenfalls seit Anfang des Jahres in Kraft ist. Damit können Arbeitnehmer, die das gesetzliche Rentenalter erreicht haben, bis zu 2.000 Euro im Monat steuerfrei verdienen. Durch die Aktivrente ist zu erwarten, dass deutlich mehr Altersrentner weiter einer Beschäftigung nachgehen. Es ist also damit zu rechnen, dass künftig viel öfter die Kombination von verschiedenen Erwerbsquellen im Alter anzutreffen ist. WTW-Experte Meusers begrüßt den deutlich flexibleren rechtlichen Rahmen für einen gleitenden Übergang vom Erwerbsleben in den Ruhestand. Damit werde den veränderten Erwerbsbiografien vieler Beschäftigter Rechnung getragen.

Strenge Abgrenzung verschwindet

Für Pensionskassen kann damit die bisher strenge Grenze zwischen Anwartschaft und Rente verwischen. Bislang galt in den Versorgungssystemen eine klare Logik:

Beitragsphase => Eintritt des Versorgungsfalls (kein Erwerbseinkommen mehr)
=> Beginn der Pensionskassenrente => keine weiteren Beiträge

Das vierte Glied in dieser Kette gilt nun nicht mehr ohne weiteres. So weit die Gesetzestheorie. Ob in der Praxis auch nach Beginn der Rentenzahlung aus der Pensionskasse in der Gegenrichtung weitere Beiträge in die Kasse fließen (können), hängt von verschiedenen Faktoren ab. „Die Pensionskasse ist frei in der Gestaltung ihrer Satzung. Sie kann also selbst festlegen, bis zu welchem Alter oder Zeitpunkt Einzahlungen möglich sind“, erläutert Karsten Rehfeldt, Geschäftsführer der Beratungsgesellschaft BBVS GmbH in Neubrandenburg und gerichtlich zugelassener Rentenberater.

Nach seiner Beobachtung haben viele Pensionskassen Klauseln in der Satzung, die eine Fortsetzung der Beitragszahlung nach Eintritt des Versorgungsfalles ausschließen. Ähnlich sieht es auch Volker Meusers: „Ob die Pensionskassen diese neuen Möglichkeiten tatsächlich nutzen, wird je nach Einrichtung unterschiedlich ausfallen. Insbesondere bei geschlossenen Kassen erwarten wir, dass Leistungen auch künftig häufig an das Ausscheiden aus dem Erwerbsleben geknüpft bleiben. Die Reform eröffnet zwar neue Gestaltungsspielräume, ihre praktische Wirkung wird jedoch entscheidend durch die Regelwerke der einzelnen Einrichtungen bestimmt. In der Praxis werden bestehende Ausscheidenserfordernisse, Altersgrenzen und weitere Regelungen die neuen Möglichkeiten jedoch vielfach noch begrenzen.“

Das bestätigt auch der in Berlin ansässige BVV Versicherungsverein des Bankgewerbes auf Nachfrage. Dessen Allgemeinen Versicherungsbedingungen regeln derzeit, dass die Beitragszahlung mit Beginn des Bezugs der Altersrente endet beziehungsweise, dass Beiträge, die nach Eintritt des Versicherungsfalls gezahlt werden, unwirksam sind. „Zuviel gezahlte Beiträge werden daher an den Arbeitgeber oder den Versicherten rückerstattet und bei der Ermittlung der Rentenhöhe nicht berücksichtigt. Daher gebe es beim BVV keine Parallelität von Leistung und Beitragszahlung.“ Darüber werde man sich rechtzeitig mit den Trägern austauschen, ließ Christoph Lotz, Leiter Strategie, Kommunikation und Vorstandsunterstützung beim BVV, wissen.

„Auch Versorgungsordnungen enthalten Regelungen, bis zu welchem Alter der Arbeitgeber Beiträge für Arbeitnehmer aufbringt, auch zum Schutz des Arbeitgebers. Sie können ebenso einer Weiterzahlung bei noch arbeitenden Rentnern im Wege stehen“, fügt Karsten Rehfeldt hinzu. Größere Aufgeschlossenheit für die Neuerung erwartet WTW-Experte Meusers bei den offenen Pensionskassen. Sie könnten flexiblere Leistungsangebote schaffen und damit ihre Attraktivität als Durchführungsweg erhöhen. Dafür seien allerdings Anpassungen der bestehenden Regelwerke erforderlich. „Darüber hinaus müssen die praktischen und administrativen Konsequenzen einer Abkehr von der jahrzehntlang gelebten Trennung zwischen Anspar- und Leistungsphase berücksichtigt und technisch umgesetzt werden.“

Aber selbst wenn eine Pensionskasse an der bisherigen Praxis festhält, kann das Thema auf den Tisch kommen: durch die Entgeltumwandlung. „Der Rechtsanspruch darauf bleibt auch dann erhalten, wenn ein Arbeitnehmer mit Pensionskassenversorgung schon in Rente ist. Lassen Satzung und Tarif der Pensionskasse für diesen Fall keine Einzahlungen mehr zu, bleibt nur der Abschluss einer Direktversicherung, um den Rechtsanspruch zu gewährleisten“, so Karsten Rehfeldt. Dann aber entstünde ein zweiter Versorgungsbaustein, der wegen der kurzen Laufzeit und der daraus resultierenden hohen Kosten wohl weder dem Arbeitnehmer noch dem Versicherer viel Freude bereiten würde.

Der BVV prüft derzeit, ob künftig für diese Fälle ein neuer Vertragsabschluss zu den aktuell geltenden Konditionen im Rahmen der Entgeltumwandlung angeboten werden sollte. Ob dies tatsächlich öfter der Fall seine würde, bleibt derzeit noch offen.

Wenn die Renten- und Anwartschaftsphase gleichzeitig laufen, taucht ein ganzer Katalog von Fragen auf: Können bei dem bestehenden Tarif nach Rentenbeginn noch neue Beiträge entrichtet werden? Wenn ja, wie rechnet der Tarif diese Beiträge in eine zusätzliche Anwartschaft um? Entsteht daraus ein neuer Rentenbaustein oder wird die laufende Rente neu berechnet? „Die Bafin vertritt die klare Ansicht, dass es im Hinblick auf die Fälle des Weiterarbeitens bei gleichzeitigem Bezug von Kassenleistungen nicht der Wille des Gesetzgebers war, dass hierdurch eine weitere Beitragsentrichtung und damit ein weiterer Anwartschaftserwerb ausgeschlossen wird. Will eine Einrichtung also derartige Sachverhalte zulassen, wird sie ihre Tarifbedingungen in der Regel entsprechend dahingehend ändern müssen, dass ein gleichzeitiger Bezug von Leistungen sowie eine Entrichtung von Beiträgen möglich ist“, erklärt Meusers. Ob letztlich die Kassenrente erhöht oder ein neuer Versorgungsbaustein gewährt wird, hängt seines Erachtens stark vom jeweiligen Tarif und der praktischen Umsetzbarkeit ab.

Damit sind die tariflichen und technischen Probleme allerdings bei weitem noch nicht erledigt. Die Pensionskasse muss sich auch entscheiden, welcher Rechnungszins angesetzt wird. Gilt der Zins weiter, der bislang für den Aufbau der Anwartschaft zugrunde lag oder ein anderer? Das Gleiche muss für die biometrischen Rechnungsgrundlagen entschieden werden. Wie wird mit dem höheren Eintrittsalter für den Aufbau der zusätzlichen Versorgung umgegangen? Gibt es eventuell eine Altersgrenze, bis zu der die parallele Einzahlung geleistet werden kann?

Für Pensionskassen und auch für die Arbeitgeber ergeben sich aus der neuen Situation mehrere Handlungsfelder. **Erstens:** Bestehende Tarife müssen überprüft werden, ob Beiträge nach Beginn der Altersleistung überhaupt vorgesehen sind. **Zweitens:** Eine neue aktuarielle Kalkulation macht sich erforderlich, womit die Pensionskasse festlegt, wie aus den zusätzlichen Beiträgen eines Rentners zusätzliche Leistungen entstehen. **Drittens:** Es braucht eine arbeits- und versorgungsrechtliche Abstimmung. Der Pensionskassenvertrag allein genügt nicht. Auch Versorgungsordnung, Tarifvertrag, Betriebsvereinbarung oder individuelle Zusage müssen unter Umständen geändert werden. Volker Meusers rät unabhängig davon ohnehin zu einer Überprüfung der bestehenden Versorgungsordnungen. „Selbst wenn keine Erweiterung der Leistungsfälle geplant ist, können redaktionelle Klarstellungen sinnvoll sein.“ **Viertens:** Die Anforderungen an die Verwaltungssysteme steigen. Sie müssen unterscheiden können zwischen laufender Betriebsrente, weiterem Arbeitsentgelt, neuen Arbeitgeberbeiträgen, Entgeltumwandlung, neuen Anwartschaften und gegebenenfalls einem zweiten späteren Rentenbeginn.



Die Bühne ist bereitet.

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





Amundi
Investment Solutions

DJE

 **EDMOND
DE ROTHSCHILD**

 **Fidelity**
INTERNATIONAL

 **Insight**
INVESTMENT

 **MetLife**
Investment
Management

Mitchell

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS

 **Principal**
Asset ManagementSM

 **STATE STREET**
INVESTMENT MANAGEMENT

 **Universal**
Investment

WELLINGTON
MANAGEMENT[®]



I wie Immobilien

Was eine nonkonformistische Anlagepolitik bedeutet, erklärt Marc Schwetlik Patrick Eisele. Die Kapitalanlage der Ideal Versicherung besteht zur Hälfte aus Immobilien. Speziell ist aber auch, wie die Versicherung die Immobilienallokation umsetzt. Ebenfalls eine Besonderheit: Trotz hoher Immobilienquote steht die Ideal Versicherung im Branchenvergleich gut da. Speziell ist zudem das Produktangebot des Versicherungsvereins.

Herr Schwetlik, die Ideal Versicherung beschreibt ihre Kapitalanlage als „nonkonformistisch“. Was sind Ihre Erfahrungen?

Ich bin seit einem Jahr bei der Ideal und hatte eine steile Lernkurve. Die Einarbeitung betraf insbesondere neue Produktkategorien. Zumindest derzeit bin ich ebenfalls für Vertrieb und Marketing zuständig. Und natürlich gibt es hier wie andernorts auch einzelne anspruchsvollere Assets, um die ich mich vorrangig gekümmert habe.

Eine Besonderheit in der Kapitalanlage der Ideal ist, dass Immobilien eine große Rolle spielen. Das ist mir allerdings von meinem alten Arbeitgeber vertraut. Aber: Jede Immobilie ist anders und jede Stadt ist anders. Wir haben einen großen Eigenbestand in Berlin. Insofern hatte ich hier in den vergangenen Monaten eine spannende Zeit.

Genau genommen spielen Immobilien nicht nur eine große, sondern eine sehr große Rolle.

Unsere Quote für Real Estate Equity liegt bei 29 Prozent. Hinzu kommt Fremdkapital in Form von Hypotheken und Darlehen in Höhe von 21 Prozent. In Summe liegen wir also bei 50 Prozent. Diese Quote werden wir schrittweise wieder etwas austarieren. Der Branchenschnitt dürfte bei zehn bis maximal 15 Prozent liegen. Ungewöhnlich ist auch, dass wir keine Fonds nutzen. Wir haben alle Assets direkt auf der Bilanz. Das hat den Vorteil einer sehr hohen Visibilität und dass wir keine Fees an Asset Manager bezahlen müssen, die womöglich auch eigene Interessen verfolgen. Das fordert aber, dass wir uns um alles selbst kümmern und mit allem auskennen müssen.

Besonders ist bei uns ebenfalls, dass die Aktienquote gegen null geht. Wir halten nur ein paar gelistete Anteile von Vertriebspartnern wie MLP.

Aber der große Vorteil eines Fonds ist doch, das Risiko einzelner Assets zu diversifizieren und nur einen alles ausgleichenden Durchschnittswert zu bilanzieren?

Heutzutage muss man auch bei Fonds einen Look-through machen und die einzelnen Assets bewerten. Auf Fonds zu verzichten, verschlankt den Prozess, weil keine Angaben zum Exposure oder zur Werthaltigkeit von deren Produkten gemacht werden müssen. Unter dem Strich überwiegen die Vorteile, wenn man direkt investiert und sich direkt mit dem Schuldner beschäftigt.

Wie kam es zu der hohen Immobilienquote?

Als das Zinsniveau bei null und dann sogar negativ war, wurde es für die Branche immer schwieriger, den Rechnungszins zu bedienen. Manche Lebensversicherer entschieden sich damals für mehr Fremd-

Im Jahr 1913 wurde die **Ideal** als Volks-Feuerbestattungsverein zur Absicherung einer würdigen Bestattung für jedermann gegründet, 113 Jahre später erweist sich der auf biometrische Risiken und die Boomer-Generation fokussierte Versicherer als quicklebendig: Die Gesamtverzinsung 2026 beläuft sich auf bis zu 3,7 Prozent.

„Ich bin ein Berliner“, sagt wer? Genau: **Marc Schwetlik**, und zwar seit einem Jahr. Schwetlik kam von der Unternehmensgruppe die Bayerische in die Vorstände der Ideal und übernahm von Karlheinz Fritscher Kapitalanlagen und Beteiligungen. Nach Buchwerten stehen die Kapitalanlagen bei etwa 3,3 Milliarden Euro. Aktuell ist Schwetlik auch für Vertrieb und Marketing zuständig.

währungen, manche für mehr Duration bis hin zu 100 Jahre Österreich oder NRW, manche für strukturierte Produkte. Wir entschieden uns 2020, verstärkt in Immobilien und Immobilienfinanzierungen zu investieren. Zum damaligen Zeitpunkt war dies die richtige Entscheidung.

Und zum heutigen Zeitpunkt? Ein massiver Ausbau der Immobilienquote kurz vor der Zinswende ist für Viele ein großes Problem.

Nach dem Zinsanstieg von minus 0,5 auf vier Prozent ab Februar 2022 in 15 Monaten stellte sich die Lage natürlich anders dar. Aber das betrifft fast alle Asset-Klassen.

Wir sind vergleichsweise sehr gut durch diesen Zinssturm gekommen. In Summe lief es für uns deutlich besser als für die Branche. Wir hatten zum Jahresende keine stille Lasten, sondern saldierte stille Reserven von 5,3 Prozent auf alle Assets. Wir liegen damit 15 Prozentpunkte über dem Branchendurchschnitt.

Natürlich sind durch den Zinsanstieg die Marktwerte auch unserer Immobilien gefallen. Andererseits war die Mietentwicklung

in fünf Hotels. Die fünf Häuser teilen sich auf in drei Ferienhotels – in Kitzbühel, auf Rügen und in Sachsen – sowie zwei City-Hotels in Berlin. Der regionale Schwerpunkt unseres Immobilienportfolios liegt in Berlin. Eine Immobilie, die man selbst gut betreuen will, musss man auch mit dem Fahrrad erreichen können.

Der Anstieg der Mietrenditen von Berliner Wohnungen mag auch notorischen Enteignungsfantasien geschuldet sein. Ist da die Solvency-II-EK-Unterlegung von 25 Prozent für ‚Residentials Berlin‘ nicht zu niedrig?

Ich gehe davon aus, dass man sich nach der Wahl wieder darauf besinnt, dass Eigentum im Grundgesetz geschützt ist und Investitionssicherheit braucht. Die 25 Prozent basieren auf Daten von Londoner Gewerbeimmobilien. Für andere Segmente, speziell Wohnen in Deutschland und auch in Berlin, ist dieser Wert zu pauschal und sicher auch zu hoch. Es ist zwar nicht ausgeschlossen, dass eine Immobilie auf Jahressicht 25 Prozent an Wert verliert. Aber wir haben viele Gebäude und noch viel mehr Mietver-

ein Minimum dar. Wir sind erst in den letzten Jahren auf über 600 Prozent geklettert. Wir steuern die Ideal auch nicht nach der SCR-Quote. Wesentlichere Kennziffern für die Unternehmenssteuerung sind für uns beispielsweise Größen wie die RfB, Überschussbeteiligungen, Rohüberschuss oder Nettoverzinsung.

Wenig förderlich für mehr Neubau erscheint auch das Mietenkataster. Dieses – von der Taz als „Wundermittel gegen Wuchermieten“ gefeiert –, verpflichtet Vermieter zu Angaben über beispielsweise Quadratmeter, Mieter, Miethöhe, Nebenkosten und Wohnungszustand.

Ein bürokratisches Monster! Und mit jeder Änderung in einer unserer etwa 1.500 Wohnungen müssen wird dieses laufend auf Monatsbasis füttern.

Wobei das doch Daten sind, die ein Vermieter sowieso hat?

Klar kennen wir zum Abschluss des Mietvertrags den Mieter, die Zahl der Bewohner und den Zustand der Wohnung. Im laufenden Betrieb werden diese Daten aber nicht ständig neu erfasst. Manche Mietverträge wurden vor Jahrzehnten abgeschlossen und laufen unverändert.

Wie sehen Sie Büroimmobilien?

Nach wie vor werden in Berlin Büros gebaut und neu vermietet. Andererseits sinkt der Bedarf und der Leerstand erhöht sich. Ich gehe davon aus, dass sich die Lage eher noch etwas verschlechtert.

Was tun?

Wenn man leerstehende Büros verkaufen will, stößt man allenfalls auf das Interesse von Schnäppchenjägern. Somit bleiben die Mühen einer Neuvermietung oder Konversion. Mit ersterem waren wir gerade erfolgreich: Nach intensiven Verhandlungen konnten wir 1.350 Quadratmeter an ein Staatsunternehmen vermieten. Gelingt die Neuvermietung nicht, muss die Nutzungsart geändert werden. Hier beschäftigen uns gerade viele Projekte. Wirklich im Kommen sind aus meiner Sicht Seniorenwohngemeinschaften. Hier bilden ein Dutzend

„Wir kamen relativ gut durch den Zinssturm. Zum Jahresende hatten wir keine stillen Lasten.“

positiv und konnte die Wertentwicklung etwas kompensieren. Bei Neuvermietungen erzielen wir deutlich höhere Einnahmen. Da hilft uns der Standort Berlin. Indexierungen waren auch hilfreich, aber solche Mietverträge sind im Wohnsegment unüblich. Bezüglich Wertentwicklung hilft uns zudem, dass wir Immobilien teils schon seit über 100 Jahren im Bestand haben. Dank der AfA liegt nach HGB deren Marktwert deutlich über dem Buchwert.

Wie ist die Equity-Immobilienquote sortiert?

Grob handelt es sich um 40 Prozent Wohnen, 30 Prozent Büro und 30 Prozent

hältnisse. Außerdem ist Leerstand bei Wohnungen in Berlin wirklich kein Problem. Es gibt weiter ein geringes Angebot, viel Zuzug und eine günstige Demografie.

Über eine geringere Unterlegung würden wir uns natürlich freuen, können aber auch mit den 25 Prozent gut leben. Die SCR-Quote unserer Lebensversicherung beträgt 662 Prozent.

Das heißt, Sie nehmen zu wenig Risiko?

Mit dieser Quote liegen wir im Vergleich zu anderen Versicherungen im oberen Mittelfeld. Wo das Optimum liegt, ist schwer zu sagen. Aus meiner Sicht stellen 250 Prozent

aktive Senioren – von denen einige je nach Pflegegrad noch eine eigene Betreuung bekommen – in der Innenstadt Wohngemeinschaften, teilen sich also Küche, Bäder und Gemeinschaftsräume. Büros können sich auch für einen Umbau zu Short Living, also Wohnen auf Zeit, eignen oder zu Lehr- einrichtungen, Lagerhallen, Logistik oder auch Fitnessstudios und Padel-Hallen als neuem Trend-Sport umfunktioniert werden. Was es braucht, sind Ideen!

Was es ebenfalls braucht, ist Zeit für Genehmigungen und Umbauten. Beispielsweise haben Büros und Wohnungen unterschiedliche Brandschutzvorschriften. Die Umsetzung einer jeden Umwidmung stellt ein längeres Projekt dar.

Ein Bürogebäude hat eher viele Zimmer und wenig Toiletten. Das spricht für Gemeinschaftsbäder. Aber sollten Wohnungen nicht auch Balkone haben?

Nicht unbedingt. Für Seniorengemeinschaften passt besser eine große, gemeinsame Dachterrasse. Für Wohnen auf Zeit, wo man eher kleine Apartments anbietet, wird ein Balkon auch nicht erwartet.

Wie laufen die Hotels?

Die Renditen liegen im mittleren einstelligen Bereich; Cashflow sowie Ausschüttungen sind relativ stabil und vernünftig. Damit können wir gut leben. Der wirtschaftlichen Lage geschuldet, läuft derzeit das Veranstaltungsgeschäft etwas verhaltener. Die Übernachtungsraten sind aber, gerade bei unseren Berliner Hotels, gut. Bei unserem 5-Sterne-Hotel Grand Tirolia Kitzbühel, bei dem wir unsere Anteile erst kurz vor dem Zinsanstieg erworben haben, spüren wir aktuell das Ausbleiben von Gästen aus dem Nahen Osten und Russland.

Wie stabil sind die Ausschüttungen von Ferienhotels?

Ins Grand Tirolia kommen im Winter die Skifahrer und im Sommer die Golfer. Im Winter liegt die Auslastungsquote bei fast 100 Prozent, im Sommer bei 70 und über das Jahr (schwache Monate sind Mai, Juni und November) bei 65 Prozent. Unser Hotel auf Rügen wird dagegen trotz Thermen nur

im Sommer stark frequentiert. Bei unseren Berliner Hotels sind die Auslastungen dank Geschäftsreisender und Urlauber mit 80 bis 85 Prozent höher und stabiler.

Begründet sich der Erwerb von Ferienhotels auch mit der Boomer-Fokussierung?

Die Boomer-Generation hat eher Zeit und Geld zum Urlauben, das ist richtig. Aber Cross-Selling-Potenziale bestehen nicht.

Wie problematisch sind die Immobilienfinanzierungen?

Real Estate Equity läuft insgesamt solide. Wo wir im Risikomanagement gerade aktiv ansetzen, ist unser Darlehen-Portfolio, das wir Schritt für Schritt weiter abbauen. Wir haben vielen Bauträgern die Projektentwicklungen finanziert. Das ist in den ver-

aber wir können dann selbst steuern. Was es auch schon gab, ist, dass wir mitten im Bau das Grundstück übernehmen und das Objekt in eigener Regie fertigstellen.

Nachträge oder Mezzanine sind nach dem Eigenkapital das Erste, was im Ernstfall betroffen ist. Wegen der Marktveränderungen gerieten bei uns vereinzelt sogar Darlehen unter Druck, die wir mit einem Loan-to-Value von 60 Prozent kalkuliert hatten. Der Anstieg von Zinsen und Baukosten sowie die sinkende Büro-Nachfrage sind für Bauträger der perfekte Sturm.

Wie viele Mitarbeiter haben Sie in der Immobilienabteilung?

Wir haben fünf Bauingenieure, die sich nicht nur um energetische Sanierungen kümmern, sondern auch um Projektkoordi-

„Das vom Berliner Senat geplante Mietenkataster ist für Vermieter ein bürokratisches Monster.“

gangenen vier Jahren marktweit nicht einfach gewesen. Dass ein Schuldner am Ende der Laufzeit direkt tilgt, ist im Moment nicht die Regel. Viele Kreditnehmer wollen ihre Darlehen prolongieren und setzen auf Umnutzungen, beispielsweise von Gewerbe auf Wohnen. Aber den kompletten Bebauungsplan zu ändern, erfordert in Berlin eben schnell mal drei Jahre.

Unser Rekord liegt bei zwölf Jahren. Aufgestellt hat ihn ein Bauträger, der 2018 mit seinem Wohnungs-Development begann, dann gleich zweimal umgeplant hat – von Wohnen zu Gewerbe und zurück – und nun mit dem Baurecht in 2030 rechnet.

Wenn ein Grundstück aber über Jahre nichts einspielt, braucht ein Projektentwickler einen langen Atem beziehungsweise viel Eigenkapital. Das ist oft nicht der Fall. In solchen Fällen haben wir Grundstücke übernommen, um unsere Position abzusichern. Das bringt zunächst zwar keine Erträge,

nationen und die auch schon mal einen Bau zu Ende bringen. Insgesamt sind es 25 Mitarbeiter für Technik und Verwaltung. Ein so großes eigenes Team macht auf jeden Fall Sinn, wenn das Portfolio auch regional konzentriert ist und der Reiseaufwand begrenzt ist. Das ist gut für die Kontrolle.

Zehnjährige französische und italienische Staatsanleihen rentieren Anfang September mit über vier Prozent. Für 30 Jahre gibt es fast fünf Prozent. Ist das selbst für einen Solvency-II-Anleger schon zu viel?

Die Verschuldung der europäischen Staaten, der USA und eigentlich überall auf der Welt sorgt mich. Es stellt sich die Frage, ob die Staaten ihre Haushalte und die Inflation wieder in den Griff bekommen. Staatsanleihen sind nicht risikofrei.

Als Lebensversicherer führt an Staatsanleihen im Grunde kein Weg vorbei. Schließlich müssen wir ein Durations- und Cashflow-

Matching betreiben. Insbesondere die langen Laufzeiten lassen sich nur über Staatsanleihen einkaufen, weil ansonsten die Insolvenzbelastung zu hoch wäre.

Unser Plan ist, bei Neuanlagen einen Kupon von vier Prozent zu sichern. Dafür kauften wir zuletzt zwölfjährige französische und italienische Staatsanleihen. Mittlerweile würden für das vier-Prozent-Ziel auch schon Laufzeiten von neun Jahren reichen. Wir versuchen, zu lange Laufzeiten zu meiden, Priorität hat aber der Kupon. Somit sind wir bei Neuanlagen dieses Jahr bei einer Duration von etwa 15 gelandet. Im Corporate-Bereich reichen uns Laufzeiten von fünf bis sieben Jahre, wobei die Bonität dann niedriger ausfällt.

Dieser Markt wird derzeit von den Hyperscalern stark vergrößert.

In deren Euro-denominierte Emissionen haben wir dieses Jahr investiert. Grundsätzlich sind diese Anleihen nicht weniger kreditwürdig als Staatsanleihen. Selbst wenn deren KI-Strategie nicht sofort aufgeht, haben diese Unternehmen immer noch sehr gut funktionierende Geschäftsmodelle.

Die laufende Verzinsung soll also möglichst hoch sein?

Genau. Wenn wir Brutto vier Prozent bekommen, liegen wir Netto bei einer laufenden Verzinsung von 3,5 Prozent. Aufgrund der Risikovorsorge bei Immobilien landen wir dann bei einer Nettoverzinsung von drei Prozent. Der Durchschnitt der Branche liegt mit 2,4 Prozent deutlich niedriger. Unser Eigenkapital steigt und wir kommen sehr gut über die Runden. Dass es zu höheren Sonderabschreibungen kommt, ist nicht absehbar.

Wie kann man die Renditechancen nutzen, wenn man vom Paragraph 341b HGB Gebrauch macht? Besagt dieser nicht, dass man die Anleihen bis zur Fälligkeit hält, und man somit nicht – unter Inkaufnahme von Abschreibungen – unter Buchwert verkauft und höherrentierlich wieder einkauft?

Tradition dürfen wir im Anlagevermögen nicht. Wenn sich unsere Marktsicht ändert, dürfen wir nach HGB aber Anlagen aus

dem Anlagevermögen verkaufen. Die Held-to-Maturity-Regeln im IFRS, das wir nicht anwenden, sind strenger. Verkäufe mit Verlusten muss man sich allerdings auch leisten können, da sie direkt auf die Nettorendite durchschlagen. Das Gros der stillen Lasten wird die Branche daher noch über mindestens zehn Jahre „ausschwitzen“ müssen.

Hilfreich sind an dieser Stelle die Auflösungen der Zinszusatzreserve. Die ZZR-Auflösung ist für uns wie ein außerordentlicher Ertrag, den wir für die RfB oder für die Realisierung von stillen Lasten beim Verkauf von niedrig verzinsten Bonds nutzen können. Im nächsten und übernächsten Jahr stehen bei uns besonders große Auflösungen an.

Zu den Liabilities: Die Ideal bietet außer einer klassischen Rentenversicherung, einer Risikolebensversicherung vor allem eine Pflege- und Sterbegeldversicherung an.

Wir sind ein Spezialist für Biometrierisiken. Auch die Pflegerentenversicherung, in der die Ideal Marktführer ist, hat eine Ansparphase, eine Auszahlphase und eine Todesfalleistung, ist also sehr nah an einer Lebensversicherung.

Natürlich bestehen Unterschiede in Risikostrukturen und Laufzeiten. Unsere Pflegerenten-Kunden sind beim Abschluss im Durchschnitt 51 Jahre alt. Die Duration liegt somit bei zehn bis zwölf und kommt auf maximal 30 Jahre. Das ist deutlich kürzer als im Vergleich zu einer Lebensversicherung.

Ist dieses Produktangebot in sich nicht super gehedgt? Je länger die Leute gesund leben, desto schlechter für die Rentenver-

sicherung, aber desto länger zahlen sie Prämien für die Pflegerente und Sterbegeldversicherung.

Ja, im Prinzip schon. Wenn jemand länger lebt und pflegebedürftig wird, ist das belastend für unsere Pflegerente, aber gut für die Sterbegeldversicherung. Allerdings sind die Prämien für das Sterbegeld viel geringer als unsere Rentenzahlungen und sowohl bei der Pflegerente als auch beim Sterbegeld muss die Versicherung am Ende immer bezahlen. Was uns auch einen Hedge bringt, ist unser Bestatter im Konzern, die Ahorn Gruppe. Wenn es zu einer Übersterblichkeit kommt, ist das zwar schlecht für unsere Todesfallabsicherung, aber gut für einen Bestattungsdienstleister.

Bildet das Solvency-II-Standardmodell diese Effekte überhaupt ab?

Diese Effekte bildet das Standardmodell nicht ab. Aber ein eigenes Modell oder ein partielles internes Modell zu entwickeln,

„Beim neuen AVD sollte man Verwaltungsaufwand und deutsche Bürokratie nicht unterschätzen.“

wäre viel zu aufwändig. Wir können mit Solvency II dank unserer SCR-Quote von mehr als 650 Prozent gut leben.

Aber im Vertrieb haben Pflegerente und Sterbegeld das gleiche Problem: Der Abschließende zahlt ein und die Erben werden geschont. Für viele ist das zu viel Altruismus.

Das hat mit Altruismus nichts zu tun – die Motivation liegt ganz woanders: Zum einen schützt die Pflegerente direkt den Ehepartner, der bei Pflegebedürftigkeit mit seinem Einkommen und Vermögen voll haftet. Zum anderen geht es den Kunden um den Erhalt ihres eigenen Lebenswerks. Wer Jahrzehnte für sein Eigenheim gearbeitet hat, möchte schlicht verhindern, dass die

Immobilie am Ende zur Deckung von Pflegekosten liquidiert werden muss.

Nicht vergessen sollte man auch den Wunsch nach Würde und Selbstbestimmung: Man möchte im Alter abgesichert sein und den eigenen Kindern finanziell nicht zur Last fallen.

Eine Anmerkung: Statistisch werden 88 Prozent der Frauen und 62 Prozent der Männer pflegebedürftig. Die Wahrscheinlichkeit ist umso höher, je älter man wird. Bei einem niedrigen Pflegegrad benötigt man vielleicht nur eine Haushaltshilfe zweimal am Tag – aber die kostet 40 Euro pro Einsatz und im Monat ist man dann bei 2.400 Euro. Darum gehört für uns zu einer gesamtheitlichen Beratung zum Thema Altersvorsorge auch die private Pflegerente.

Und die gesetzliche Pflegerente ...

... zahlt nur einen Bruchteil von dem, was nötig ist. Wer ins Pflegeheim muss, zahlt mittlerweile einen monatlichen Eigenanteil von durchschnittlich 3.677 Euro. Diesen Betrag haben die meisten nicht. Tendenziell steigen die Beiträge, weil die Pflegekassen auf ein immer größer werdendes Finanzloch zusteuern. Wir sehen hier die gleiche Entwicklung wie bei der staatlichen Rente. Beides sind die großen sozialen Fragen unserer Zukunft.

Wie gestaltet sich das ALM für die Pflegerente?

Wie gesagt, sind die Kunden im Schnitt 51 Jahre alt, wenn sie eine Pflegerente abschließen, die Duration ist entsprechend kürzer. Das ist für uns eine ideale Altersstruktur. In dieser Lebensphase wird oft eine Lebensversicherung fällig, so dass Kapital für eine Einmalzahlung vorhanden ist. Außerdem ist das Verständnis für das Thema Pflege viel ausgeprägter, weil die eigenen Eltern oftmals über 80 sind und man selbst vielleicht erste körperliche Einschränkungen spürt. Trotzdem gilt natürlich: Je früher man einzahlt, desto günstiger wird es für den Einzelnen.

Die Pflegerente ist eine Mischung aus Risikoversicherung und kapitalbildender Versicherung. Das heißt, dass die Einzahlungen in die Deckungsrückstellung

gehen und am Ende immer eine Leistung ausgezahlt wird – entweder bei Kündigung, Pflegebedürftigkeit oder im Todesfall, bei dem eine Beitragsgarantie von 100 oder 80 Prozent greift. Im letzteren Fall wirkt die Pflegerente im Grunde wie ein Sterbegeld. Das ALM für die Pflegerente ist für uns relativ simpel, da wir als Marktführer auf jahrzehntelange Datenreihen zurückgreifen können. Dieser USP und der kürzere Zeitraum geben uns eine hohe Planungssicherheit. Diesem Auszahlungsprofil stellen wir das Sicherungsvermögen gegenüber. Wenn wir jedes Jahr eine Zehnjährige kaufen, kommen wir im Schnitt auf eine Duration von sieben.

Aber so lässt sich kaum die Inflation absichern. Die Pflegekosten dürften auch künftig stärker als die Inflation steigen.

Alle Kapitalisierungsprodukte laufen auf Nominalwertbasis. Um die stark steigenden Pflegekosten real abzusichern, müsste man an der Nasdaq investieren und hoffen, dass das gut geht. Ich habe die Hoffnung, dass die Steigerung bei den Pflegekosten künftig nachlässt. Besonders stark stiegen zuletzt die Lohnkosten für Pflegekräfte, diese sind nun aber mit 4.400 Euro auf dem Niveau einer Krankenschwester. Auch die Regulierung hat zu Preissteigerungen geführt.

Pflegeheime kommen Ihnen also nicht ins Portfolio?

Da bin ich aus Erfahrung eher zurückhaltend. Das Betreiberrisiko in diesem Segment ist enorm, viele Betreiber arbeiten kaum kostendeckend. Am Ende hat man am Stadtrand eine Spezialimmobilie, die für keine andere Nutzung in Frage kommt.

Wie gefragt ist die klassische Lebensversicherung? Das Altersvorsorgedepot geht ja viel stärker auf Renditeorientierung.

Wir sind nach wie vor große Freunde von klassischen Garantien. Auch wenn der Garantiezins wieder bei einem Prozent liegt, bleibt die klassische Leben im Vertrieb schwierig. Dennoch gibt es abseits reiner Renditechancen viele Menschen, für die planbare Rentenzahlungen bis an ihr Lebensende oberste Priorität haben. Außer-

dem kann eine klassische Lebensversicherung für Kunden als Ansparprodukt für einen Immobilienkauf oder als Festgeldersatz Sinn machen. Wir rechnen keine Abschlusskosten rein, haben nur eine laufende Bestandsprovision. Somit hat der Kunde schon ab Beginn einen positiven Deckungsbeitrag.

Das neue Altersvorsorgedepot sehe ich aus Branchensicht eher schwierig. Man sollte den Verwaltungsaufwand und die deutsche Bürokratie nicht unterschätzen. Außerdem wird es in diesem Wettbewerb und bei diesen Gebührensätzen schwierig, Geld zu verdienen.

Zu uns passt das Produkt nicht: Wir haben keine zu verteidigenden Riester-Bestände und vor allem keine eigene Ausschließkeitsorganisation. Generell sollte man das Thema Altersvorsorge ganzheitlich denken. Denn das beste Depot nützt wenig, wenn das angesparte Vermögen im Ernstfall von Pflegekosten aufgefressen wird.

Man merkt, dass Sie derzeit auch für Vertrieb und Marketing zuständig sind. Ist das Job Enrichment oder Enlargement?

Es macht tatsächlich Spaß und ist interessant, weil man ganz andere Themen und vor allem Menschen kennenlernt. Wer im Marketing arbeitet, tickt sehr unterschiedlich im Vergleich zu einem Finanzspezialisten. Das ist ein ganz anderer Menschenschlag.

Hatten Sie als Vertriebsvorstand mit Portfoliomanagement-Hintergrund nicht schon die Idee, mit Asset Management Drittkundengeschäft an Land zu ziehen?

Dafür gibt es in Deutschland nur wenig erfolgreiche Vorbilder. Selbst wer dort einige Milliarden einsammeln konnte, hat sich bestimmt deutlich mehr davon erhofft. Mit Publikumsfonds sind auch nur geringe Margen zu verdienen, weil eher kostengünstige ETFs gekauft werden.

Aber die meisten verfolgten mit der Gründung von separierten Asset-Management-Einheiten ohnehin nicht die Idee, Drittgelder reinzuholen, sondern wollten interne Kosten verlagern. Und dieser Schritt ergibt durchaus Sinn.

Immobilien. War schon mal besser.



„Wir müssen hier raus!“, lautet eine Standardphrase in jedem soliden Action Film und sicher auch in vielen Gremiensitzungen. Für die Helden im Anlageausschuss ist dies freilich leichter gesagt als getan. Oft bleibt nur die Flucht nach vorn beziehungsweise mit Value-add-Strategien und viel Asset Management die Immobilie auf Vordermann zu bringen.

Schöner Wohnen mit Value-Add-Strategien

Von Jochen Hägele

Bei Wohnimmobilien im Core- und Core-Plus-Segment besteht speziell in Deutschland ein massiver Angebots-Engpass. Mehr Angebot bietet das Value-Add-Segment, bei dem mit gezielten Maßnahmen Mehrwertpotenziale ausgeschöpft werden.

Europäische und speziell deutsche Wohnimmobilien bieten Investoren gute Rahmenbedingungen. Das Wohnungsangebot in Deutschland hält aber mit der Nachfrage nicht Schritt. Statt den von der früheren Ampelregierung anvisierten 400.000 neue Wohnungen pro Jahr wurden 2025 mit rund 206.000 Wohnungen so wenige Objekte fertiggestellt wie zuletzt 2012. In den Stadtzentren von München, Berlin oder Frankfurt sind die Leerstände teils weit unter 0,5 Prozent gesunken und liegen damit deutlich unterhalb der üblichen Bandbreite von zwei bis drei Prozent.

An der Kluft zwischen Angebot und Bedarf wird auch der Bauturbo wenig ändern: „Eine sprunghafte Veränderung sehen wir aktuell noch nicht“, sagt Thomas Wirtz, Geschäftsführer bei Industria Immobilien. Auch die Wirtschaftlichkeit von Wohnungsprojekten könne der Bauturbo nicht grundsätzlich verbessern. Neubauprojekte sind wegen der gestiegenen Baukosten mit Unsicherheit belegt. Dazu verteuern die zuletzt wieder gestiegenen Finanzierungskosten den Bau und begrenzen den realisierbaren Verkaufspreis. Ältere Bestandsimmobilien können dagegen mehr Ansatzpunkte für aktive Wertsteigerungsmaßnahmen bieten. Energetische Sanierung und andere bauliche Maßnahmen zielen darauf, solche Non-Core-Objekte in Core-Immobilien zu verwandeln oder aufzuwerten, um attraktive Wertsteigerungen bei Vermietung oder Verkauf zu realisieren.

Bei Asset Managern stehen diese Value-Add-Objekte am deutschen Markt hoch im Kurs. Vor kurzem übernahm der holländische Investor Breevast knapp 2.000 Bestandswohnungen und kündigte an, die Präsenz auf dem deutschen Markt weiter ausbauen zu wollen. Und die französische Tikehau Capital kaufte vor kurzem mit dem Partner Forte ein 300-Einheiten-Portfolio mit Standorten in Frankfurt, Düsseldorf, Köln und Bonn. Für Tikehau war es bereits der zweite Einkauf in dieser Größenordnung innerhalb kurzer Zeit. Auch hier liegt der Fokus auf Value Add. „Die Gründe fürs Wohnen als präferierte Asset-Klasse liegen auf der Hand“, sagt Steffen Meinshausen, Real-Estate-Chef bei Tikehau in Deutschland: „Die Fundamentaldaten stimmen. Die Bevölkerung gerade in den großen Städten wächst an und es entsteht zu wenig Neubau.“ Value Add ist da der logische nächste Schritt.

Value-Add-Ansätze können grundsätzlich in allen etablierten Immobiliennutzungsarten zum Einsatz kommen, sagt Lars Bothe, Leiter Value Add Investments bei HHH Invest. Doch Residentials gelten als besonders resistent und schwankungsarm. Der Investment Case scheint hier besonders robust. Gerade ältere Bestände bieten oft besonders großes Potenzial für energetische Aufwertung. „Circa 70 Prozent aller Mehrfamilienhäuser und etwa zwei Drittel aller Wohnungen in ebensolchen Häusern wurden vor Inkrafttreten der ersten Wärmeschutzverordnung im Jahr 1977 errichtet“, sagt Marco Högl, Leiter Residential Capital Markets bei der Beratungsgesellschaft Savills. Value-Add-Strategien zielen darauf, dieses Potenzial auf unterschiedliche Arten zu heben: Bei ‚Manage to Green‘ stehen energetische Maßnahmen wie der Austausch der Heizungsanlage, die Dämmung von Fassade und Dach sowie die energetische Sanierung der Fenster im Vordergrund.

Aber Value Add ist deutlich mehr als „Manage to Green“, sagt Sven-Christian Frank, Geschäftsführer bei Aequitas Real Estate. Auch Maßnahmen wie der Anbau von Balkonen, Erneuerung der Bäder oder geänderte Wohnungszuschnitte könnten Mehrwert schaffen.

Wie das in der Praxis funktioniert, erklärt Tikehaus Meinshausen: Dort arbeitet man bei solchen Projekten eng mit Wohnimmobilien-Spezialisten mit lokaler Expertise zusammen. „Das ist meist ein Hands-on-Refurbishment mit Fassadenisolierung und Fensteraustausch sowie Austausch der Heizung und teils Wechsel der Primärenergiequellen.“ Dabei sei man nicht auf den möglichst jungen Bestand festgelegt. „Wir schauen uns durchaus auch ältere Bestände an“, so Meinshausen. Kriterien seien neben dem Preis vor allem ein guter Standort, aber auch das sozioökonomische Profil der Mieterschaft im Hinblick auf künftige Mieterträge. Recht offen ist man beim Spektrum möglicher Objekte auch bei HIH Invest. „Der Suchradius beschränkt sich nicht auf die klassischen Top-7-Städte“, so Bothe. Interessant seien grundsätzlich die rund 30 größten und wirtschaftlich stärksten deutschen Städte sowie deren Speckgürtel.

Dabei gibt es im Value-Add-Segment eine große Auswahl in die Jahre gekommener Wohnungsbestände, so Thomas Wirtz. Der Knackpunkt sei aber die Rendite: Gibt es ausreichend zahlungskräftige Neumieter oder kann die Bestandsmiete so weit erhöht werden kann, dass sich die hohen Investitionskosten rechnen? Während die Preise vieler Bestandsimmobilien nach der Zinswende unter Druck gerieten, haben sich Bau- und Sanierungskosten auf hohem Niveau gehalten beziehungsweise weiter erhöht. Das erschwert die Kalkulation von Value-Add-Projekten. Zudem unterliegen viele ältere Bestandswohnungen aus der Zeit vor 2014 in Gebieten mit angespanntem Wohnungsmarkt der Mietpreisbremse.

Ein Buy-and-Hold-Ansatz ist zwar denkbar, der Regelfall ist aber der Verkauf: „Der Exit ist typischerweise fester Bestandteil des Businessplans“, sagt Aequitas-Geschäftsführer Frank. Value-Add-Fonds kalkulieren häufig mit Haltedauern von etwa drei bis fünf Jahren. Oft steht aber nicht der Kauf am Anfang, erklärt Wirtz: Viele Anleger müssten im Bestand in den Werterhalt investieren. Neben Wertsteigerungen ist auch der ESG-Aspekt ein wichtiger Aspekt bei Manage-to-Green-Strategien. Gerade die energetische Aufwertung von Bestandsimmobilien bietet ein ausgeprägtes ESG-Profil und leistet einen effektiven Beitrag zur Transformation des Immobiliensektors, der rund 30 Prozent der CO₂-Emissionen in Deutschland verursacht.

Die Rendite bei Value-Add-Investments setzt sich aus mehreren Komponenten zusammen wie Einstiegspreis und Kosten für die Maßnahmen, den Fremdkapitalhebel sowie Mietsteigerung oder Verkaufserlös. „In geeigneten Fällen sind Wertsteigerungen in einer Größenordnung von etwa

20 bis 50 Prozent möglich“, sagt HIH-Experte Bothe. Erzielt wird das über geringere Leerstandsquoten, höhere Bruttomieten und Verkaufspreise. Nach Einschätzung von Wirtz liegen die von Investoren angestrebten beziehungsweise im Markt kalkulierten IRR bei Value-Add-Projekten häufig innerhalb einer Spanne von zehn bis 15 Prozent. Bei stärker opportunistischen Projekten mit Development-Risiko könne der IRR sogar auf 15 bis 20 Prozent steigen. Bei Core und Core Plus liegt der IRR eher bei vier bis sechs Prozent.

„Wohnimmobilien bleiben aufgrund stabiler, prognostizierbarer Cashflows eine gefragte Asset-Klasse“, sagt Savills-Experte Högl. Value-Add- und Core-Plus-Strategien im Midcap-Segment würden risikoaverseren Investoren aber attraktive Renditen jenseits des Neubaus eröffnen, so Högl. Auch Industria-Geschäftsführer Wirtz sieht eine klare Präferenz institutioneller Investoren für das Core- und Core-Plus-Segment innerhalb des Wohnimmobilienmarkts: Eine aktuelle eigene Investorenumfrage zeige, dass mehr als 90 Prozent der Investoren, die in Wohnen investieren wollen, das mit Core- oder Core-Plus-Objekten umsetzen möchten. Rund neun Prozent beabsichtigen dagegen, in Value-Add-Wohnimmobilien zu investieren. Gerade solche Value-Add-Strategien werden dabei aber oft im Rahmen einer extern gemanagten Fondslösung umgesetzt.

Eine höhere Offenheit gegenüber Real Estate insgesamt beobachtet man auch beim Beratungsunternehmen WTW in diesem Jahr, sagt Investment-Director Mara Dahmen. „Im aktuellen Marktumfeld schätzen viele Investoren die Kombination aus Kapitalschutz, laufenden Erträgen und Diversifikation, die Real Assets bieten können.“ Value Add gehöre dabei zu den gefragtesten Immobilienstrategien. Allerdings sind viele Asset Owner in ihrer Handlungsfreiheit eingeschränkt. Ihre Allokation in illiquiden Anlageklassen und besonders in Immobilien ist teils noch immer weit über den Zielwerten. Aber die anhaltende Exit- und Transaktions-Schwäche bremst Rückflüsse und damit neue Transaktionen. Aequitas-Chef Frank sagt: „Das zentrale Problem ist derzeit die Diskrepanz zwischen den Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern.“ Gerade größere Bestandhalter stehen nicht zwingend unter Verkaufsdruck. Würden sie zu den aktuell erzielbaren Preisen verkaufen, müssten sie teilweise erhebliche Wertkorrekturen realisieren.

Anlagestrategien im Vergleich

	Core/Core Plus	Value Add	Opportunistic
Volatilität	Niedrig	Mittel	Hoch
Laufzeit	Bis 10 Jahre (langfristig)	5–10 Jahre (mittelfristig)	3–5 Jahre (kurzfristig)
Umsetzung	Passive operative Philosophie	Aktives Asset-Management	Perspektivische Exitorientierung

Quelle: Wealthcap; © portfolio institutionell

Mietpreisgebundener Wohnraum: Die unterschätzte Asset-Klasse für institutionelle Investoren

Warum öffentlich geförderter Wohnungsbau strategisch vorteilhaft und renditestark ist, und wie die Aachener Grundvermögen institutionellen Anlegern den Zugang zu diesem Marktsegment erschließt.

Der Markt für mietpreisgebundenen Wohnraum bietet institutionellen Investoren eine Kombination aus gesellschaftlicher Wirkung, stabilen, planbar steigenden Cashflows und attraktiven Renditen, vorausgesetzt, sie setzen auf einen erfahrenen Spezialisten mit tiefem Marktzugang, der sie durch das regulatorische Dickicht navigiert.

Die Renaissance des geförderten Wohnraums

Die Herausforderungen am deutschen Wohnungsmarkt sind allgegenwärtig: Wohnungsknappheit in Ballungszentren, rückläufige Fertigstellungszahlen und infolgedessen stark steigende Mietpreise, die zunehmend einen gesellschaftlichen Risikofaktor darstellen. Klassische, freifinanzierte Wohnimmobilieninvestments geraten politisch und wirtschaftlich zunehmend unter Druck. Investitionen in öffentlich geförderten Wohnraum bieten hingegen eine Opportunität, die gesellschaftlich relevant und rentabel zugleich ist. Diese Attraktivität resultiert nicht zuletzt aus den attraktiven Fördermodellen, die mit einer solchen Investition einhergehen. Institutionelle Investoren, die entgegen der allgemeinen Zurückhaltung antizyklisch und strategisch handeln, können somit von einer seltenen Kombination aus langfristiger Stabilität, ESG-Konformität und nachhaltigen Renditen profitieren, vorausgesetzt, sie wählen für dieses anspruchsvolle Segment einen Partner mit belastbarer Erfahrung, denn trotz aller Chancen sind geförderte Wohnimmobilien kein Selbstläufer.

Marktanalyse: Historische Entwicklung und akuter Bedarf

In den 1980er Jahren erreichte der Bestand an Sozialwohnungen in Deutschland mit rd. 4 Millionen Einheiten seinen Höhepunkt. Seither ist der Bestand kontinuierlich geschrumpft: 2024 befanden sich lediglich noch 1,05 Millionen Wohnungen in der Zweckbindung. Jährlich fallen deutschlandweit etwa 80.000 geförderte Wohnungen aufgrund ablaufender Förderzeiträume aus der Zweckbindung, während der Neubau mit nur 25.000 Einheiten pro Jahr weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau liegt. Der jährliche Nettoverlust beläuft sich damit auf rund 55.000 Wohneinheiten. Der öffentlich geförderte Wohnungsbau unterliegt zuweilen einer negativen Konnotation und ruft bei manchen Akteuren noch immer Bilder klassischer Sozialwohnungsbauten der 1980er Jahre hervor. Inzwischen ist dieser jedoch integraler Bestandteil städtebaulicher Planungen und moderner Quartiersentwicklungen. Auch die Gruppe der Nachfragenden hat sich seit den 1980er Jahren verändert. Der Anteil der berechtigten Haushalte variiert in Abhängigkeit des Bundeslandes, der Kommune sowie den dort festgesetzten Einkommensgrenzen je Förderweg. Ins-

besondere in Metropolen und Ballungsräumen hat dieser Anteil aufgrund der angepassten Einkommensgrenzen massiv zugenommen. In Köln haben schätzungsweise 40 % bis 45 % aller Haushalte einen rechtlichen Anspruch auf den Zugang zu einer mietpreisgebundenen Wohnung. In Hamburg liegt der Anteil je nach Förderweg ebenfalls zwischen etwa 38 % und 55 %. Der öffentlich geförderte Wohnungsbau ist damit in der Mitte der Gesellschaft angekommen. Gerade in den Metropolen wächst das Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage weiter. In Köln stehen einem Bedarf von über 200.000 Sozialwohnungen nur etwa 37.000 vorhandene Einheiten gegenüber. Die Hansestadt Hamburg benötigt bis 2030 rund 100.000 zusätzliche geförderte Wohnungen, München verzeichnet aktuell ein Defizit von etwa 60.000 Einheiten. Langfristige Entwicklungen wie eine fortschreitende Urbanisierung oder der demografische Wandel verschärfen die Lage in den wirtschaftsstarke Ballungszentren zunehmend. Der Bedarf an bezahlbarem Wohnraum ist strukturell und langfristig, und damit ein verlässlicher Garant für nachhaltige Nachfrage.

Investment-Case: Finanzielle Vorteile und Risikoprofil

Subventionierte Sicherheit:

Bund und Länder unterstützen Investitionen in mietpreisgebundenen Wohnraum mit einer breiten Förderkulisse. Der überwiegende Anteil der föderalen Instrumente basiert auf zinsgünstigen oder zinslosen Förderdarlehen, die zum Teil über 30-jährige Zinsbindungen verfügen. Häufig werden diese durch attraktive Tilgungsnachlässe von bis zu 40 % ergänzt, sodass faktisch nur 60 % des initialen Darlehensbetrages zurückgezahlt werden müssen. Darüber hinaus gewähren einzelne Bundesländer Förderzuschüsse, die bis zu 50 % der Gesamtinvestitionskosten ausmachen können und einen Erwerb deutlich unterhalb der Gestehungskosten ermöglichen. Ergänzt werden diese Fördermodelle zum Teil durch laufende Mietzuschüsse, die direkt an den Investor gezahlt werden und das Gap zwischen Markt- und Fördermiete verringern. Die verschiedenen Fördermodelle im Segment des mietpreisgebundenen Wohnraumes bieten gegenüber dem freifinanzierten Wohnungsbau zwei wesentliche Vorteile. Sie verbessern die Finanzierungsstruktur eines Immobilienportfolios und ermöglichen die Investition unterhalb des Marktpreises. Beide Faktoren reduzieren das Risiko signifikant, insbesondere in Bezug auf die Wertstabilität.

Stabile und planbare Cashflows:

Die Fördermieten sind reguliert und liegen in der Regel deutlich unterhalb des Marktniveaus. Das sichert zum einen eine konstant



Nico Rosen
Ankauf Wohnimmobilien
Immobilien-Portfoliomanagement

hohe Nachfrage, insbesondere angesichts des Bestandsrückgangs bei geförderten Wohnungen. Zum anderen sind Mietausfälle oder -rückstände selten. Mietpreisgebundene Wohnungen weisen zudem eine deutlich geringere Fluktuation auf als freifinanzierte Einheiten, da Mieter in der Regel nur ausziehen, wenn ein erhöhter Flächenbedarf oder eine Wohnortverlagerung dies erfordert. Dadurch verringern sich die laufenden Aufwendungen für Neuvermietungen sowie Renovierungen bei Mieterwechsel. In den deutschen Metropolen liegt die Leerstandsquote aufgrund des großen Nachfrageüberhangs bei unter 1 %. Hinzu kommen die festgelegten Mietsteigerungsmöglichkeiten. Diese sind in den jeweiligen Förderrichtlinien der Länder klar geregelt und variieren zwischen fixen Mietsteigerungen je Quadratmeter Wohnfläche und relativen Maximalsteigerungen über einen gewissen Zeitraum (bspw. bis zu 5 % alle zwei Jahre). Die Mieterträge sind damit innerhalb der Zweckbindungsdauer genau planbar und entwickeln sich prozentual oft stärker als die Mietsteigerungsmöglichkeiten im freifinanzierten Wohnungsbau. Damit gewährleisten diese ein hohes Maß an Sicherheit über den gesamten Investitionszeitraum.

ESG im Fokus:

Investitionen in geförderten Wohnraum adressieren das „S“ in ESG unmittelbar: Sie schaffen bezahlbaren Wohnraum, fördern soziale Stabilität und erfüllen regulatorische wie gesellschaftliche Anforderungen an nachhaltige Kapitalanlagen. Immer mehr Investoren und Aufsichtsbehörden erkennen diese Wirkung an und begrüßen entsprechende Allokationen.

Attraktives Rendite-Risiko-Profil:

Die Renditen bei Investitionen in mietpreisgebundenen Wohnraum sind im Verhältnis zum Risiko überproportional rentabel. Die erzielbaren Renditen von etwa 4,0 %-5,0 % (Cash-on-Cash) resultieren vor allem aus den attraktiven Förderungen sowie vergleichsweise niedrigen Capital Values zum Erwerbszeitpunkt. Andere Immobiliensegmente geraten infolge der volkswirtschaftlichen Gesamtsituation und des inhärenten Risikos regulatorischer Eingriffe zunehmend unter Druck. Geförderte Wohnungen als Investitionsobjekt bieten planbare, inflationsgeschützte Erträge bei minimalem Ausfallrisiko.

Key Findings:

Geförderte Wohnimmobilien unterscheiden sich von klassischen Wohn- sowie Gewerbeimmobilieninvestments durch ihre Planbarkeit während des gesamten Förderzeitraumes. Sie bieten stabile Cashflows, attraktive Mietsteigerungen und geringe Volatilität; sie

eignen sich damit ideal als Bestandteil der Gesamtallokation von Versorgungswerken, Pensionskassen und Versicherungen mit langfristigen Verpflichtungen (ALM). Zudem tragen sie zur Diversifikation und Reduktion des Portfoliorisikos bei.

Herausforderungen: Komplexität als Eintrittsbarriere und Chance für Spezialisten

Fragmentierte Förderlandschaft:

Aufgrund des föderalen Systems hat jedes Bundesland eigene Förderkulissen, die fortlaufend angepasst werden. Die Förderlandschaft in Deutschland ist entsprechend stark fragmentiert und hochkomplex. Die Identifikation sowie Umsetzung attraktiver Investitionsmöglichkeiten erfordert daher tiefgreifende Kenntnisse der individuellen Fördermodelle sowie belastbare Erfahrung im Umgang mit den öffentlichen Stellen.

Mieterauswahl und Compliance:

Die Anzahl der anspruchsberechtigten Haushalte übertrifft den Bestand an mietpreisgebundenen Wohneinheiten bei Weitem. Dies zeigt sich in der Praxis vor allem durch die Zahl der Mieterbewerbungen bei Vermarktungsstart von geförderten Neubaumietwohnungen. Neben der Vollvermietung als wesentlichem ökonomischen Ziel kommt der Mieterauswahl eine entscheidende Bedeutung zu. Das gilt sowohl für vollständig mietpreisgebundene Wohnobjekte in sehr guten Wohnlagen als auch Geschosswohnungsbauten, die zusätzlich freifinanzierte Wohnungen beinhalten. Ein solches Wohnhaus ist ein eigenes Ökosystem, ein komplexes, dynamisches Beziehungsgefüge aus verschiedenen Individuen. Ein ausgewogener Mieterbesatz prägt die langfristige Bewirtschaftung einer Liegenschaft maßgeblich. Wenngleich die gezielte Auswahl geeigneter Mieter zu Beginn mit einem höheren Aufwand verbunden ist, zeigt die Praxis, dass sich dieser Einsatz langfristig auszahlt und u.a. Mietausfälle reduziert werden können.

Fazit

Die Komplexität des mietpreisgebundenen Wohnungsbaus ist eine hohe Markteintrittsbarriere. Mit dem geeigneten Partner, der über Expertise, Netzwerk und etablierte Prozesse verfügt, können Investoren den Markt des mietpreisgebundenen Wohnraumes erfolgreich und mit überschaubarem Risiko erschließen.



So aktiv muss Immobilien-Asset-Management heute sein

Von Tobias Bürger

Wie sich die Zeiten im Immobiliengeschäft doch ändern. Während die Verkehrswerte in den Jahren vor der Zinswende quasi von selbst gestiegen sind, muss das Asset Management nun für die Wertsteigerung sorgen. Gefragt sind pfiffige Ideen der Vermieter. Aber auch ESG-Anforderungen sind anspruchsvoll. Erfolgreiches Asset Management bedeutet mehr denn je, Immobilien weiterzuentwickeln, neu zu positionieren, Cashflows zu sichern.

Die seit Jahren angespannte Lage an den Immobilienmärkten bereitet institutionellen Investoren auch heute noch Schmerzen. Zugleich setzt sie neue Kräfte frei. Deutlich wird das am Beispiel eines deutschen Großkonzerns, unter dessen Dach es einen umfangreichen Direktbestand gibt. Bislang haben interne Fachkräfte dort das Asset Management der Liegenschaften erledigt. Doch nun brechen neue Zeiten an. Montano Real Estate, ein unabhängiger Investment- und Asset-Management-Spezialist aus München, hat im zweiten Quartal 2026 für zwei Pensionskassen des Konzerns, dessen Name vertraulich behandelt werden soll, das Investment Management und das Asset Management der Immobilien übernommen. Montano wurde mit der strategischen Weiterentwicklung und aktiven Steuerung betraut – dabei geht es um einen direkt gehaltenen Bestand, aber auch um ein Portfolio, das in einem Spezial-AIF administriert wird. Der Gesamtwert wird mit 750 Millionen Euro beziffert. Bei den insgesamt 26 Objekten handelt es sich vorwiegend um Büro- und Logistikimmobilien.

Sebastian Schöberl und Ramin Rabeian sind Gründer und Managing Partner der Montano Real Estate GmbH, deren Expertise sich über die Segmente Logistik, Lebensmitteleinzelhandel, Büro und

Soziale Infrastruktur erstreckt. Beide haben im Laufe ihrer Karriere Erfahrungen mit Investoren aus dem Private-Equity-Geschäft gesammelt. Diese gelten als äußerst wissbegierig, was den Umfang und die Detailschärfe des Reportings angeht. Im Gespräch mit portfolio institutionell analysieren Schöberl und Rabeian die Lage an den Märkten und arbeiten heraus, dass deutsche Großanleger zunehmend ähnlich denken. „Unsere Wurzeln liegen im Asset Management“, sagt Ramin Rabeian zu Beginn des Gesprächs, „und wir haben viele Workout-Mandate bearbeitet.“ Damit ist die strukturierte Bewältigung von Sondersituationen, wie Leerstandskrisen, Mietausfall oder überschuldete Objekte gemeint. Später ging das Team dazu über, auch eigene Produkte für deutsche institutionelle Investoren zu entwickeln und Fonds aufzulegen. Rabeian sagt, dass derzeit viele Mandatsübernahmen erfolgen. Denn es gebe viele immobilienwirtschaftliche Herausforderungen, die sich nur professionell lösen ließen.

Institutionelle Anleger aus Deutschland, wie zum Beispiel Lebensversicherer, haben in der Vergangenheit bevorzugt Core-Immobilien gekauft, also herausragende Objekte mit langfristigen Mietverträgen – eine stabile Einkommensquelle. „Leider bleiben Core-Objekte nicht immer Core-Objekte“, gibt Sebastian Schöberl zu bedenken. „Ein Mietvertrag kommt zu seinem Ende, und der Mieter zieht möglicherweise seine Mietverlängerungsoption nicht, sondern entscheidet sich, den Standort zu wechseln oder seine angemietete Fläche zu reduzieren.“ Das seien genau die Situationen, die man im Moment häufig sehe, merkt er an. „Hier kommt der klassische Core-Manager an seine Grenzen, weil er dafür nicht aufgestellt ist und ihm dafür das Know-how oder auch die Ressourcen fehlen.“

Im Redaktionsgespräch macht Rabeian außerdem deutlich, dass die Transparenz im Immobilien-Asset-Management immer wichtiger werde. Der Montano-Real-Estate-Mitgründer verweist auf Vermietungsgespräche, Ausbaurkosten, Budgets. Über alles das wollen Geldgeber zeitnah informiert werden. „Für ausländische Investoren war das in der Vergangenheit ganz normal. Und wir haben nie verstanden, dass ein Investor mit einem Anteilswert leben kann, der für ihn verbucht wird und der im Prinzip überhaupt keine Aussagekraft besitzt. Wir liefern im Gegensatz dazu Monat für Monat ein cashflowbasiertes Reporting.“

Mehr als nur Bestandsverwaltung

Im vergangenen Jahrzehnt, als die Zinsen immer weiter gesunken und die Verkehrswerte gestiegen sind, war vieles einfacher. „Damals stand die Asset-Management-Kompetenz – anders als heute – nicht so sehr im Mittelpunkt“, gibt Schöberl zu bedenken. Doch diese Zeiten sind vorbei. Er sagt, das eingangs erwähnte Mandat der beiden Pensionskassen stehe beispielhaft für einen grundlegenden Wandel im Asset Management: Institutionelle Investoren erwarten heute mehr als ein verlässliches Reporting und eine effiziente Bestandsverwaltung. Asset Manager müssten Immobilien aktiv weiterentwickeln, stabile Cashflows sichern, Risiken frühzeitig erkennen, Wertsteigerungspotenziale konsequent erschließen.

Ähnlich argumentieren die Immobilienspezialisten von Uniqa Real Estate Management aus Wien. Die Immobilienmanagement-Plattform der Uniqa hat bislang ausschließlich das Immobilienportfolio ihrer Versicherungsgruppe bewirtschaftet. Neuerdings bieten die Österreicher ihre Dienstleistungen auch externen Anlegern an. Das Third-Party Asset Management, also die Verwaltung von Immobilienkapital für externe Anleger wie zum Beispiel Versorgungswerke, Pensionskassen oder Family Offices, ist ein zusätzliches Standbein für die Versicherungshäuser. Erfahrungen bei anderen Anbietern haben gezeigt, dass sich das Drittgeschäft hervorragend eignet, interne Kosten zu verlagern. Zielkunden von Uniqa Real Estate Management sind internationale institutionelle Investoren und große Family Offices. In seinem Statement anlässlich des Strategieschwenks hatte Geschäftsführer Thomas Erdmann erklärt, dass institutionelle Investoren heute nicht nur Zugang zu attraktiven Immobilien erwarten würden, sondern vor allem ein aktives Management, das sämtliche Phasen des Lebenszyklus von Immobilien abdecke und die Interessen des Investors konsequent in den Mittelpunkt stelle.

Die neue Normalität

„Es gibt Marktteilnehmer“, sagt Berkan Gülen, Head of Asset Management Germany bei Savills Investment Management, „die Immobilien früher zwischen An- und Verkauf häufig lediglich verwaltet haben. In der neuen Normalität, in der wir uns heute befinden und in der Erträge insbesondere durch aktives Asset

Management erzielt werden, ist das damit verbundene Bewusstsein inzwischen im gesamten Markt angekommen.“ Gülen betont, dass die aktive Steuerung, die Entwicklung wirtschaftlich sinnvoller Ideen und die Umsetzung konkreter Businesspläne fest zu einem professionellen Immobilienmanagement gehören. „Das gilt insbesondere, weil Objekte länger im Bestand bleiben, altern und technische sowie mietvertragliche Risiken stärker berücksichtigt werden müssen.“ Savills Investment Management ist international tätig und bietet Zugang zu Immobilien-Investments in den Bereichen direkte Immobilienanlage (Equity) sowie Real Estate Debt.

Berkan Gülen zufolge sind die Anforderungen im Immobilien-Asset-Management immens gestiegen. Und zwar sowohl bei der aktiven Umsetzung von Businessplänen als auch bei Datenerfassung, -auswertung und Reporting. „Berichte werden heute von deutlich mehr Stakeholdern und in größerer Detailtiefe erwartet, etwa zu ESG-Themen. Dafür mussten zunächst Systeme und Standards zur strukturierten Datenerhebung geschaffen werden.“ Investoren wollen aber nicht nur verlässliche Daten sehen, sondern auch nachvollziehen können, welche Asset-Management-Strategie verfolgt wird, welche konkreten Maßnahmen umgesetzt werden und wie Entscheidungen zu Halten oder Verkaufen getroffen werden, fährt der Head of Asset Management Germany bei Savills Investment Management fort. „Neben Investoren verlangen inzwischen auch Banken umfassende technische und ESG-Dokumentationen“, das sei getrieben durch regulatorische Vorgaben, die Bafin und wachsende Nachhaltigkeitsanforderungen.

„Diese Zeiten sind vorbei“

Florian Winkle ist seit vielen Jahren im Immobiliengeschäft aktiv. Seit 2024 steuert er als Co-CEO die Geschäfte der Manova Partners GmbH mit Sitz in München, deren Vorläufer von 2018 bis 2024 im Macquarie-Konzern verankert gewesen ist. Der Infrastrukturspezialist hatte die im Jahr 2000 gegründete GLL Real Estate Partners



Bild: UNIQA Real Estate

Uniqa Real Estate in Wien bewirtschaftet bislang ausschließlich die Immobilien der Uniqa-Gruppe. Nun spricht Geschäftsführer Thomas Erdmann auch Drittkunden an.

übernommen, sich dann aber wieder von ihr getrennt. So ist Manova Partners entstanden. Und Florian Winkle hat den Prozess begleitet, zunächst als angestellter Fund Manager und späterer Geschäftsführer von GLL Real Estate Partners.

Manova Partners befindet sich im Besitz ihrer Mitarbeiter, verwaltet Assets im Wert von 10,4 Milliarden Euro und kann realisierte Transaktionen im Wert von 24 Milliarden Euro vorweisen. Geldgeber sind Versorgungswerke, Versicherungen, Stiftungen, Family Offices. Sie stammen aus Europa, Lateinamerika, Asien und den Vereinigten Staaten. „Wir verwalten im Auftrag unserer globalen Investorenpartner aktiv ein internationales Portfolio von über 170 Immobilieninvestitionen und Entwicklungsprojekten, um die Wertschöpfung zu fördern und die Performance zu steigern“, sagt Winkle im Gespräch mit unserer Redaktion. Das Geschäftsmodell der Münchner umfasst das vertikale Immobilienmanagement und sieht auf den Punkt gebracht so aus: „Wir kaufen Immobilien, wir managen sie, wir machen die Refurbishments, wenn das nötig ist, und können auch Developments durchführen.“

Kaufen, Miete kassieren, nichts an der Immobilie tun und sie später problemlos zu Höchstpreisen verkaufen – diese Zeiten sind vorbei, bestätigt Winkle Aussagen, die man am Markt immer wieder hört. „Diese hatten wir in der Phase, als die Zinsen nach unten gekommen sind und eine Immobilie im Zweifelsfall jeden Tag ohne Zutun des Managers mehr wert geworden ist.“ Und auch er betont, es gehe mehr denn je darum, den Cashflow aus den Immobilien zu steigern und dafür zu sorgen, dass die Liegenschaften attraktiv bleiben. Die Vermietung sei intensiver geworden, weil der Markt heute ein anderer sei als noch vor sieben Jahren, also vor der Corona-Pandemie, unterstreicht Winkle. „Wir sehen viele Unternehmen, die sich schwertun, Mitarbeiter ins Büro zu beordern. Viele Objekte in B-Lagen finden kaum noch Nachmieter. Bürohäuser in Bestlagen mit hoher Gebäudequalität sind einerseits relativ einfach zu vermieten. Andererseits sind die Anforderungen entsprechend hoch.“

Winkle sagt, man müsse als Vermieter viel mehr auf Mieterbedürfnisse eingehen. Es reiche nicht aus, eine Gebäudehülle hinzustellen. Stattdessen werden Mieter als „Gäste“ gesehen und Hospitality-ähnliche Services werden angeboten. Wichtig sei außerdem, dass man Flächen bereits so plant und ausbaut, dass die gewerblichen Nutzer zeitnah einziehen können. Im Gegensatz zu früher sind die Vorlaufzeiten bei Mietern deutlich kürzer, wenn es um die Fragen geht, wie viel Fläche sie benötigen und wie diese aufgeteilt sein soll.

Die Gründe für Mandatswechsel sind vielfältig

Wie sich die Zeiten geändert haben, zeigt auch das Gespräch mit Sebastian Schöberl und Ramin Rabeian. Sie sagen, es gebe drei wesentliche Gründe, die zu einem Mandatswechsel führen können. Das betrifft fehlende Ressourcen beim bestehenden Asset

Manager oder beim Auftraggeber, sofern dieser die damit einhergehenden Aufgaben durch eigene Mitarbeiter umsetzen lässt. Zweitens: Die Anforderungen an das Asset Management sind gestiegen. Das betrifft etwa die Datenerfassung und die Datenanalyse sowie die Systeme, die betrieben werden müssen, berichtet Schöberl und argumentiert ähnlich wie Berkan Gülen. „So etwas ist teurer in der Anschaffung und in der Pflege. Es lohnt sich also nicht für einzelne Mandate. Und drittens sehen wir verschiedene Manager, die aus unterschiedlichen Gründen in Schwierigkeiten geraten, Mitarbeiter verlieren, die Qualität nicht mehr bringen können und auch nicht die Transparenz. Dann reagieren Investoren und vergeben Aufträge neu.“

Der Markt wird aber auch durch seine etablierten Vergütungsstrukturen umgewälzt. Asset Manager leben primär von laufenden Vergütungen und Transaktionsgebühren. Wenn die Transaktionsgebühren ausbleiben, so wie in der Gegenwart, sinkt die Profitabilität. „Es gibt Marktteilnehmer, die nicht mehr profitabel sind und gestützt werden müssen. Doch das kann niemand dauerhaft durchhalten. Auch deshalb gibt es eine Bereinigung in dem Markt“, sagt Schöberl. Auch Florian Winkle beobachtet die Konsolidierung im Asset-Management-Markt sehr genau. „Die großen werden immer größer“, berichtet er. Es gebe viele Zusammenschlüsse. „Wir haben uns jedoch bewusst dagegen entschieden. Und wir sind überzeugt davon, dass die Investoren auf eine nachweisbare Asset-Management-Kompetenz und auf die lokale Marktkennntnis vertrauen.“

Danach gefragt, wie er das Interesse deutscher Großanleger an Immobilien einschätzt, antwortet Berkan Gülen von Savills Investment Management so: „Das Interesse deutscher institutioneller Investoren an Immobilien ist derzeit differenziert zu betrachten. Vor allem für Core- und Core++-Investoren stehen Immobilieninvestments im Wettbewerb mit anderen attraktiven Anlageformen wie Anleihen, die aktuell vergleichsweise hohe Renditen bieten.“ Gleichzeitig erschweren das volatile Zinsumfeld und unterschiedliche Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern den Abschluss von Transaktionen, so Gülen. Anleger mit hohem Finanzierungsbedarf oder bereits ausgeschöpften Immobilienquoten agierten daher zurückhaltend. Aktiv bleiben vor allem kapitalstarke Investoren mit langfristigem Anlagehorizont, etwa Versorgungswerke und Pensionskassen, „die nun auch gerne antizyklisch investieren und sich bietende Investmentchancen ergreifen“.

Doch wie geht es im Asset Management mit krisengeplagten Objekten weiter? In der Vergangenheit sind im Immobilienbereich viele Themen angegangen worden nach dem Prinzip Hoffnung, es wird schon besser werden, sagt Florian Winkle. „Viele Eigentümer haben sich auf den Standpunkt gestellt, die Immobilien in jedem Fall zu behalten. An dieser Stelle ist aus meiner Sicht eine gewisse Konsequenz, ein Umdenken notwendig. Wenn die Immobilie in der Zukunft nicht mehr die Renditen bringt, die man als Eigentümer braucht, dann muss man sich von ihr trennen.“

Die Grenzen zwischen Real Estate und Infrastruktur verschwimmen

Von Tobias Bürger

Die Anlageklassen Immobilien und Infrastruktur wachsen zusammen. Das liegt etwa am Run auf die digitale Infrastruktur. Rechenzentren, Glasfasernetze, Daten- und KI-Anwendungen werden im Immobilienkontext zu einer weiteren Einkommensquelle für Großanleger. Ein anderer Treiber ist die Immobilienkrise. Sie regt die Fantasie an.

Die Portfolios institutioneller Anleger sind geprägt durch eine Streuung über unterschiedliche Renditequellen und Risikotreiber hinweg. Und die Anlegergruppen setzen angesichts unterschiedlicher Freiheitsgrade, die ihnen die Regulierung einräumt, in ihrer Asset-Allokation unterschiedliche Akzente. Deutlich gemacht hatte das in diesem Jahr eine Analyse von Mercer: Der German Asset Allocation Survey 2026 vergleicht die Anlagen von nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz regulierten Pensionsplänen mit denen unregulierter Contractual Trust Arrangements (CTAs).

Ein Aspekt, der ins Auge springt, ist die getrennte Auflistung der Immobilien-Allokation und allen Anlagen, die im weitesten Sinne mit Infrastruktur verbunden sind (siehe Diagramm auf S. 49). Beide sind – in dieser Betrachtung – alternative Investments. Diese Sichtweise kann sich jedoch von Anleger zu Anleger unterscheiden; häufig sind Immobilien – etwa im Direktbestand so mancher Pensionskasse – seit Jahrzehnten verankert und eine verlässliche Einkommensquelle. Alles, was mit Infrastruktur zu tun hat, wird in der Mercer-Analyse unter dem Posten „Sonstige Alternatives“ zusammengefasst, weil nur die größten Positionen hervorgehoben werden. Im aktuellen „Risiko Check-up 2026“ der Beratungsfirma Complementa, bei der die Schweizer Pensionskassen im Mittel-

punkt stehen, werden Immobilien und alternative Anlagen (inklusive) Infrastruktur hingegen separat dargestellt.

Und dennoch lässt sich in der Investmentpraxis beobachten, dass die Grenzen zwischen Immobilien/Real Estate und Infrastruktur mehr und mehr verschwimmen. Ein Grund dafür ist, dass die Akteure im Immobiliengeschäft dazu übergehen, die Wertschöpfungsketten zu erweitern. Das betrifft zum Beispiel gewerblich genutzte Liegenschaften, aber auch Wohnquartiere. Dabei spielt etwa die Einbindung von Anlagen zur Erzeugung und Nutzung Erneuerbarer Energien eine Rolle. Jeder weiß um die zunehmende Verbreitung von Photovoltaikanlagen auf Dächern von Logistikhallen und Ladesystemen für E-Autos und Pedelecs.

Wie weit dieser Trend inzwischen fortgeschritten ist und welche Vielfalt an Themen er mit sich bringt, zeigt die Expo Real, die Anfang Oktober stattfinden wird. Im Zentrum der Fachmesse stehen vier wachsende Segmente: Energieinfrastruktur, digitale Infrastruktur, soziale Infrastruktur sowie Defense. Die Energieinfrastruktur reicht von Wind- und Solarparks über Stromnetze bis hin zu Speicherlösungen und zählt zu den zentralen Zukunftsthemen der Branche. Die digitale Infrastruktur – Rechenzentren, Glasfasernetze, Daten- und KI-Anwendungen – bildet die Basis einer vernetzten Wirtschaft.

Vor diesem Hintergrund bindet Europas größte Fachmesse für Immobilien, Investitionen und Infrastruktur in diesem Jahr einen neuen Themenbereich ein: Infrastructure Now. Dieser soll die Marktakteure entlang der Wertschöpfungskette zusammenbringen, wie die Veranstalter erklären. „Immobilie und Infrastruktur rücken

immer näher zusammen – wirtschaftlich wie in der Praxis der Investoren“, bestätigt Claudia Boymanns, Exhibition Director der Expo Real.

Immobilien und Energieinfrastruktur unter einem Dach

Im Rennen um Marktanteile und die höchsten erwarteten Renditen liefern sich Anbieter und Investoren ein Wettrennen bei Datenzentren, Batteriespeichern, Glasfasernetzen und Erneuerbaren Energien. Gleichzeitig erweitern klassische Immobilien-Asset-Manager ihr Geschäftsmodell und entwickeln sich zu breit aufgestellten Real-Asset-Plattformen. Branchenexperten sprechen von einem Trend, der nicht nur durch die Digitalisierung und die Energiewende, sondern auch durch die Immobilienkrise getrieben ist, weil Asset Manager und Private-Equity-Häuser nach zusätzlichen Einnahmequellen suchen und ihr Geschäft breiter aufstellen.

Dr. Martin Haller, Partner der Wirtschaftskanzlei DLA Piper, beschreibt im Gespräch mit portfolio institutionell, dass die Asset-Klassen Real Estate und Infrastruktur sich ähnlich sind. „Anleger suchen einen langfristigen Cashflow, sie suchen illiquide Assets, hohe Eintrittsbarrieren und eine hohe Hebelbarkeit. Und sie suchen Inflationsschutz. Das sind Eigenschaften, die beide Asset-Klassen mitbringen“, wie der renommierte Immobilienrechtsanwalt hervorhebt.

Haller berät seine Mandanten vorwiegend bei komplexen, grenzüberschreitenden Deals und Projektentwicklungen, einschließlich Baurechtsschaffung, Vermietung und Transaktionen. „Wir sehen“, sagt er, „dass die Grenze zwischen beiden Asset-Klassen verschwimmen. Bei Datenzentren zum Beispiel, bei Netzen, bei Logistik“, fährt der Jurist fort und verdeutlicht, dass Infrastruktur und Immobilien vergleichbare Risiko-Rendite-Profile aufweisen, wobei man natürlich immer auch zwischen Eigen- und Fremdkapitalinvestments und deren inhärenten Risiken differenzieren muss. „Sie richten sich an dieselbe Investorenbasis und profitieren gleichermaßen von den Megatrends Digitalisierung, Energiewende und geopolitischer Resilienz“, sagt Haller.

Dr. Manuel Indlekofer, ebenfalls Partner von DLA Piper, macht im Redaktionsgespräch deutlich, dass vor allem größere Asset Manager dazu neigen, Wertschöpfungsketten rund um Immobilien zu erweitern. Von Bedeutung sei hierbei insbesondere der Aufbau von Betreiberplattformen und die Erzielung von Betreibererlösen, die mit der jeweiligen Immobilie verknüpft werden. „Die großen Asset Manager und Private-Equity-Gesellschaften haben unter dem Eindruck der Immobilienkrise erkannt, dass Infrastrukturinvestments ein Rendite-Booster für das lahmende Immobiliengeschäft sein können“, wie Indlekofer anmerkt.

Die Entwicklung verläuft schrittweise, ist aber unaufhaltsam. In der Vergangenheit war eine strikte Trennung zwischen Immobilien

und Infrastruktur üblich. Es gab dezidierte Asset Manager für Infrastruktur, andere haben sich auf Renewables konzentriert, wieder andere legten den Schwerpunkt auf Immobiliennutzungsarten wie Büro, Einzelhandel, Logistik. Und sie lancierten darauf ausgerichtete Fonds. Genau an dieser Stelle tut sich aber einiges, wobei insbesondere das 500 Milliarden Euro schwere Sondervermögen des Bundes für Infrastruktur und Klimaneutralität eine wesentliche Rolle spielt.

Immobilienrechtler Martin Haller macht im Redaktionsgespräch deutlich, dass Investments in Energieinfrastruktur und -netze lange Zeit ein Nischendasein geführt haben. Doch diese Zeiten sind vorbei. „Durch die Zusammenführung als Real Assets wird das Ganze einem sehr breiten Anlegerpublikum zugänglich gemacht“, argumentiert er. Zugleich macht der Jurist deutlich, dass an dieser Stelle noch Hürden aus dem Weg geräumt werden müssen. Das betreffe etwa den Straßenbau in Deutschland. „Im Moment gelingt es in Deutschland nicht, das 500 Milliarden Euro schwere Sondervermögen mit privatem Kapital zu hebeln“, konstatiert er.

Die Lernkurve ist flach

Rückblende: Im März 2025 hatten Bundestag und Bundesrat mit einem überparteilichen Konsens das Sondervermögen für Infrastruktur und Klimaneutralität in einer Grundgesetzänderung beschlossen. Das sogenannte „Generationenprojekt“ ist auf zwölf Jahre angelegt. Das 500-Milliarden-Euro-Sondervermögen des Bundes soll durch die gezielte Einbindung von privatem Kapital gehebelt und vervielfacht werden, um die Wirkung öffentlicher Investitionen zu maximieren. Denn die Bundesmilliarden reichen bei weitem nicht aus, um den Bedarf zu decken.

Doch die Einbindung privaten Kapitals gestaltet sich schwierig, betont Jurist Haller. „In Deutschland gelingt es momentan noch nicht, und das ist ein großes Hindernis im Rahmen des aufgelegten Sondervermögens, für das, was wir als staatliche Aufgaben begreifen – Straßenbau, Verteidigung, Netze zum Beispiel –, so zu strukturieren, dass dabei eine langfristige Rendite herauspringt und das Ganze dadurch investitionsfähig wird.“ Indlekofer merkt an, dass der Staat in den vergangenen Jahren zwar versucht habe, den Weg zu ebnen. „Einerseits durch die Anlageverordnung, wo eine eigenständige Infrastrukturquote von fünf Prozent des Sicherungsvermögens für Infrastruktur vorgesehen wurde. Und andererseits durch das Standortfördergesetz, in dem klargestellt worden ist, dass institutionelle Anleger auch in Infrastruktur investieren und auch Projektgesellschaften halten können.“

Auch steuerlich sei vieles vereinfacht worden. Indlekofer lobt, dass vieles auf den richtigen Weg gebracht worden sei. „Aber wenn wir darüber reden, wie man durch das Infrastruktursondervermögen auch privates Kapital hebelt, muss man sagen, dass die Lernkurve

noch sehr flach ist.“ Indlekofer bemängelt, es fehle an standardisierten, investierbaren Strukturen mit klaren Risikoprofilen, verlässlichen Cashflows und einer effizienten Projektumsetzung. „Dazu kommen der Mangel an politischer Akzeptanz und der überkomplexe Staatsaufbau in Deutschland.“

Privates Kapital für Energieinfrastruktur mobilisieren

Beim Stichwort „Infrastruktur“ steht neben der Verkehrsinfrastruktur insbesondere die deutsche Stromlandschaft unter Zugzwang. Allein die Energiewende schlägt in Deutschland mit Milliardensummen zu Buche. Die Transformation des deutschen Energiesystems erfordert in den nächsten zehn Jahren Investitionen von 780 bis 1.035 Milliarden Euro. Dies ist rund doppelt so viel im Vergleich mit der Dekade zuvor mit etwa 400 Milliarden Euro. Damit die Energiewende bezahlbar bleibe, bringt die Unternehmensberatung McKinsey alternative Finanzierungsideen aus dem Ausland ins Gespräch, zum Beispiel nach neuseeländischem Vorbild. Dort reicht eine Finanzierungsagentur Kapitalmarktmittel bis zu 40 Basispunkte günstiger an Kommunen weiter. Allein damit könnten vier bis fünf Milliarden Euro eingespart werden.

Ein weiterer Hebel bestehe darin, die Energieinfrastruktur stärker als Anlageklasse für privates Kapital zu etablieren und auch hier dem Vorbild anderer Länder zu folgen. Die entscheidende Herausforderung in Deutschland sei nicht ein Mangel an Kapital, sondern der begrenzte Zugang zu privatem Infrastrukturkapital. In Großbritannien werden laut McKinsey rund 54 Prozent aller Infrastrukturinvestitionen privat finanziert – 78 Prozent dieser privaten Investitionen entfallen auf den Energiesektor. In Deutschland werde die Energieversorgung maßgeblich von kommunalen Versorgern getragen, die sich konservativ über Eigenmittel, öffentliche Haushalte und Kredite öffentlicher Institute finanzieren. Der Beitrag privaten Kapitals sei bislang gering, monieren sie auch bei McKinsey und argumentieren ähnlich wie die Juristen von DLA

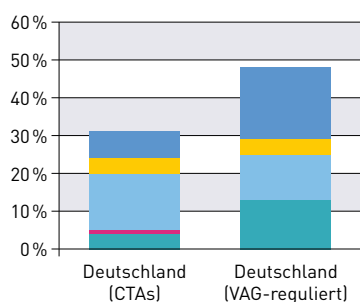
Piper. „Deutschland hat kein Kapitalproblem – das Problem ist der Zugang zu diesem Kapital“, erklärt Sebastian Overlack, Partner bei McKinsey. Eine Öffnung dieser Anlageklasse allein reiche nicht aus. „Erfolgreiche Märkte kombinieren langfristig stabile Erlösmodelle und investierbare Asset-Strukturen mit einem breiten Zugang für institutionelle Investoren“, schlussfolgert Overlack. „Zudem gilt es, dass das Kapital auch unkompliziert eingesetzt werden kann – ein Punkt, der vor allem für internationale Kapitalgeber entscheidend ist.“

So allokiert das Versorgungswerk der Apotheker Nordrhein

Abschließend ein Blick in die Anlagepraxis. Laut dem Investor Survey 2025 des Alternatives-Verband BAI haben Versorgungswerke in Deutschland einen durchschnittlichen Anteil von 44,3 Prozent an Alternative Investments (inklusive Immobilien) am Portfolio. Infrastructure Equity und Debt machen davon im Schnitt 6,4 Prozent aus.

In einem Interview mit dem BAI hat Jens Hennes nun erläutert, wie das Portfolio des Versorgungswerks der Apothekerkammer Nordrhein im Vergleich dazu ausgestaltet ist. Darin berichtet der Hauptgeschäftsführer, dass sich die Allokation im Bereich Alternatives im Marktdurchschnitt bewege. Einschließlich Immobilien liege ihr Anteil mit rund 48 Prozent auf dem Niveau anderer Versorgungswerke. Innerhalb der Alternatives dominieren branchenüblich Immobilieninvestitionen, so Hennes. „Der Infrastrukturanteil beträgt rund fünf Prozent des Gesamtportfolios und liegt damit ebenfalls nahe am Durchschnitt vergleichbarer Investoren. Wir fokussieren Equity-Investitionen, während Infrastruktur-Debt bislang eine untergeordnete Rolle spielt.“ Historisch, fährt Hennes fort, „bestand unser Infrastruktur-Portfolio zunächst aus Renewables mit regionalem Schwerpunkt in Europa“. Die aktuelle Infrastrukturstrategie zielt dagegen auf eine Diversifizierung entlang sämtlicher Subsektoren der Asset-Klasse ab.

Regulierte Anleger und CTAs setzen bei Immobilien und Infrastruktur unterschiedliche Schwerpunkte



Anmerkungen:

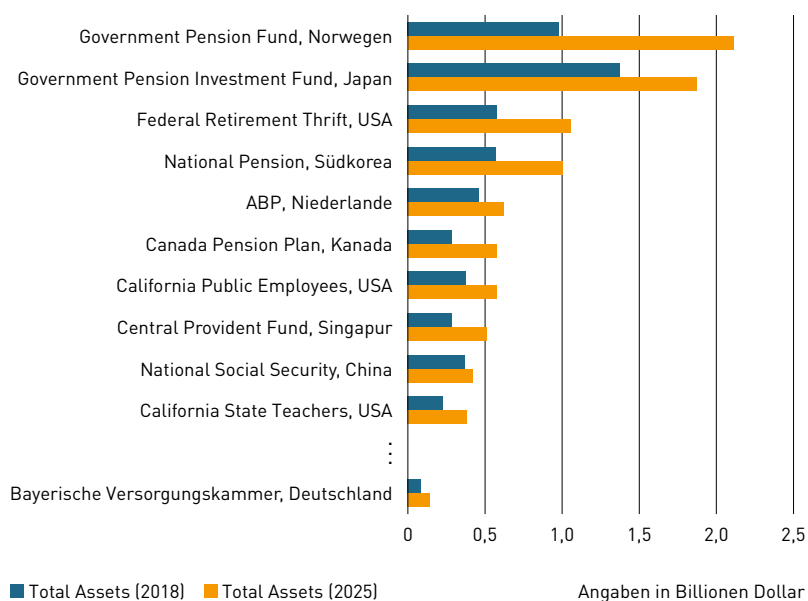
- Dargestellt sind exemplarisch die größten Positionen in alternativen Anlagen.
- Sonstige Alternatives umfassen historisch Listed Infrastructure, Infrastructure Debt, den Rentendirektbestand, sonstige IG-Anleihen und Commodities bei regulierten Investoren sowie Infrastructure Debt, Private Debt, Aggregate-Bonds, sonstige Investment-Grade-Anleihen sowie Geldmarktanlagen bei unregulierten Investoren (CTAs).
- Höherrentierliche Anleihen umfassen u. a. Multi Strategy Credit, High Yield, Emerging Markets Debt und Wandelanleihen.
- Beide Investorengruppen setzen verstärkt auf alternative Anlagen.
- Vor allem höherrentierliche Anlagen und Immobilien stehen im Fokus. Aber auch Real Assets wie Infrastruktur und Private Equity wurden aufgebaut.

■ Immobilien ■ Liquid Alternatives ■ Höher rentierliche Anleihen ■ Privatmarktanlagen ■ Sonstige Alternatives

Stand: Dezember 2025

Quelle: Mercer; © portfolio institutionell

Von Billionen und Milliarden

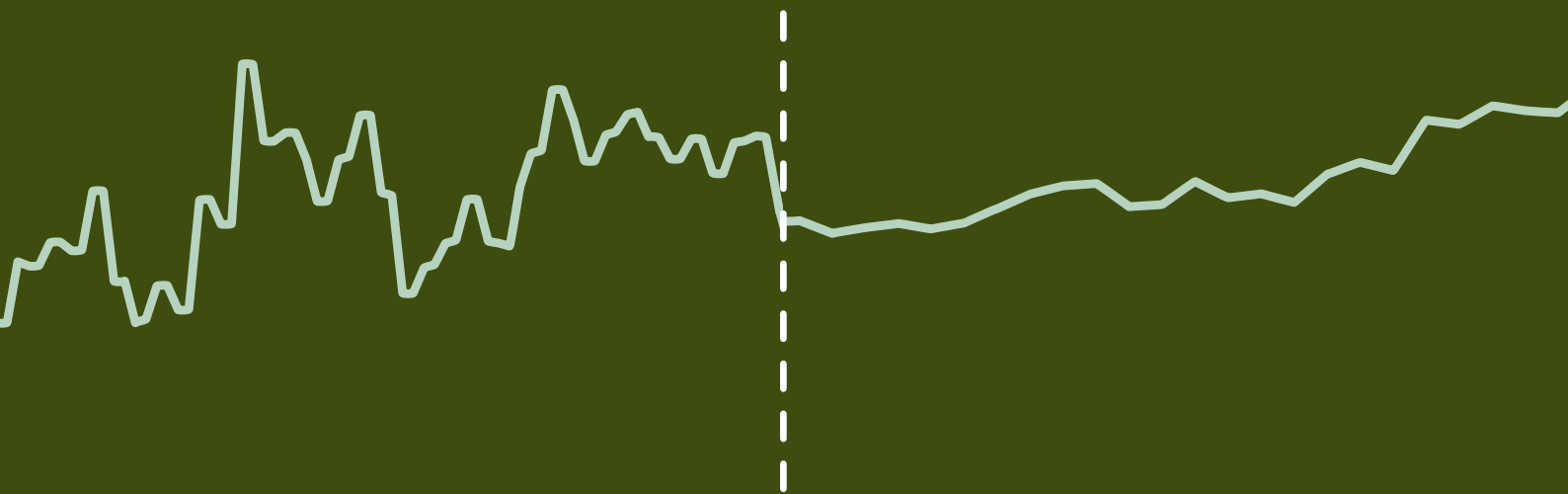


Quelle: Thinking Ahead Institute; © portfolio institutionell

Die Bayern sind nur in Deutschland wirklich groß

Die zehnköpfige Führungsgruppe der 300 größten Pension Funds in der Statistik des Thinking Ahead Institute besteht aus Giganten. An der Spitze bestimmt der Government Pension Fund aus Norwegen mit Assets von inzwischen mehr als zwei Billionen US-Dollar die Pace. Das sind rund 115 Prozent mehr als noch vor sieben Jahren. Deutschland bringt in dieser weltweit beachteten Statistik nur wenige Mitstreiter an den Start. Unsere Nummer eins ist die Bayerische Versorgungskammer (BVK). Zwar konnte die größte öffentlich-rechtliche Versorgungsgruppe der Bundesrepublik die von ihr verwalteten Kapitalanlagen binnen sieben Jahren um 62 Prozent steigern und sich so um vier Plätze auf Rang 34 nach oben arbeiten. Verglichen mit den zehn Platzhirschen ist sie jedoch nur ein recht kleines Licht.

Wechselkurse erscheinen oftmals chaotisch. Wir sorgen für Ordnung.



Mit FX-Overlay, das wirkt: Metzler Currency Management bietet Lösungen für Währungsrisiken, die zu Ihrem Portfolio passen - mit Blick auf Risiko, Wirkung und Liquidität.

→ metzler.com/fx-overlay

Metzler

CAPITAL MARKETS

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.