Ausgabe November 2026 | Euro 22,50 | Das unabhängige Leitmedium für institutionelle Investoren

portfolio institutionell



Nachhaltigkeit ist Risikomanagement

INVESTMENT-STRATEGIE
Quadratur des Kreises:
Immobilienfinanzierung

INVESTMENT-STRATEGIE
Dreht sich im Kreis:
KI-Finanzierung

INVESTOREN
In höchsten Stiftungskreisen:
Deutsche Bundesstiftung Umwelt



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

Coalition Greenwich
Awards 2025
Best Asset Manager

Union 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.



Nach wie vor: Nachhaltigkeit

Anleiherenditen und KI sind derzeit die großen Aufreger. Nachhaltigkeit hat dagegen stark an Aufmerksamkeit verloren. Ist das gerechtfertigt? Nein!

Hohe Schulden, niedriges Wachstum und Inflation sorgten für den Renditeanstieg – aber nicht allein. Soziale Probleme – Randale in Frankreich oder Wohnungsnot in Spanien – senken Vertrauen, während Konsum und Ökologisches – Niedrigwasser und Überschwemmungen – die Kosten für Unternehmen erhöhen. Alles zusammen belastet die Staatsfinanzen.

Die Tech-Bros mussten erkennen, dass KI nicht in einer ESG-freien Sonderwirtschaftszone agiert, in der Wachstum alles rechtfertigt. Der Bau und Betrieb von Rechenzentren und der damit verbundene Wasser- und Energiebedarf sowie Emissionen sorgen in den USA für Proteste.

Auch wenn man über die Sinnhaftigkeit der ESG-Regulierung streiten kann: Über die Sinnhaftigkeit, nachhaltige Aspekte in der Kapitalanlage zu berücksichtigen, gibt es keine Zweifel.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen Ihr



Patrick Eisele
Chefredakteur

PRIVATE MARKETS FORUM
Private Markets:
Vom Einblick zum Ertrag
Düsseldorf, 24. November 2026
portfolio institutionell

Marketing-Anzeige

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

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 Wertenwicklung 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



Bild: Stockphoto

NACHRICHTEN

Private Markets – Kein Fun im Fundraising . . . 6

Zielrichtung – Signal-Iduna-Gruppe steuert Logistikimmobilien an . . . 8

Transformation – CO_2: Versicherer leben auf kleinerem Fuß . . . 8

Lückenfüller – Pensionsreserven im Zugriff der Haushalte . . . 10

Superreiche – Glanz und Elend der Finanzbranche . . . 10

Auf einen Blick – Personalien und Termine . . . 11

portfolio Veranstaltungen – Private Markets Forum 2026 . . . 12

portfolio Veranstaltungen – Jahreskonferenz und Awards 2027 . . . 13

WELTSPIEGEL

Made in Canada – Ein einzelner Funke bringt wenig Licht . . . 14

INVESTMENT-STRATEGIE

Real Estate Debt – Mehr Value bei Loans . . . 16

Staatsanleihen – Die Musterschüler . . . 22

Merger Arbitrage – Das große Fressen . . . 26

Verflechtungen – Zirkuläre KI-Finanzierung kann Klumpenrisiken verdecken . . . 28

PENSIONS

Rentenreform – Die Betriebsrente im Zangengriff . . . 32

pAV – Der AVD-Countdown läuft . . . 36

bAV – Betriebsrente: Der Reformdialog steckt im Wartestand . . . 38

INVESTOREN

Interview mit Michael Dittrich, Deutsche Bundesstiftung Umwelt – No pain, no gain . . . 40

TITELTHEMA

Intro – Nachhaltigkeit . . . 46

Neue Stoßrichtung – Risikomanagement ist ein Begriff, mit dem jeder etwas anfangen kann . . . 48

Interview mit Oliver Hardt, Bayerische Versorgungskammer – „Die regulatorische Dynamik der vergangenen Jahre war erheblich“ . . . 48

RUBRIKEN

Impressum . . . 6

#privatemarkets . . . 19

Chart-Kabinett . . . 54

Kein Fun im Fundraising

Auf den Private Markets Kapital einzusammeln, erweist sich nach wie vor als zäh. Die Daten-Experten von Pitchbook zählten für den Zwölfmonatszeitraum bis Mitte 2026 1,348 Billionen an eingesammelten Dollars. Dies sind 12,7 Prozent weniger als im Vergleichszeitraum von Mitte 2024 bis Mitte 2025. Zugesagt wurden die Gelder 3.763 Fonds. Dies waren 37 Prozent weniger Vehikel. Der prozentuale Rückgang in der Gesamtentwicklung spiegelt sich ziemlich exakt auch in der Asset-Klasse Private Equity wider. Besonders große Rückgänge waren für Real Estate, Real Assets und Dachfonds zu verzeichnen. Einziger Lichtblick war Private Debt. In dieser Asset-Klasse fiel die Fondsanzahl zwar um 40 Prozent auf 259, immerhin stieg aber das eingesammelte Volumen um 14 Prozent auf 309 Milliarden Dollar.

Pitchbook führt zur Begründung des Rückgangs die Fundraising-Erfolge der Vergangenheit an. „In den vergangenen zehn Jahren hat sich privates Kapital zu einer treibenden Kraft auf den Finanzmärkten entwickelt. Das verwaltete Vermögen (AuM) hat sich seit 2016 fast verdreifacht und stieg von 6,1 Billionen Dollar bis Ende 2025 auf 16,7 Billionen Dollar. Dieses Wachstum wurde jedoch zum Teil durch eine Phase der Euphorie für Risikoanlagen angetrieben, wobei die Mittelbeschaffung durch privates Kapital im Jahr 2021 ihren Höhepunkt erreichte“, kommentiert Lead Analyst Juan Mier. Seitdem ist die Mittelbeschaffung rückläufig. In der ersten Hälfte des Jahres 2026 wurden über 1.499 Fonds hinweg 658,1 Milliarden Dollar eingeworben. Sollte sich dieses Tempo bis zum Jahresende fortsetzen, schrumpft das weltweite Kapitalaufkommen das fünfte Jahr in Folge.

Mangel an Ausschüttungen belastet Fundraising

Als weniger pessimistisch erweisen sich die Ergebnisse einer aktuellen Studie von Goldman Sachs Alternatives. Laut dem „Global Alternatives Survey 2026 – The LP View: Neuausrichtung statt Rückzug“ halten Limited Partners (LPs) an ihrem Engagement an den Privatmärkten fest. Die Studie basiert auf einer Befragung von 225 LPs und weiteren institutionellen Investoren. Sie fand zwischen Juni und August 2026 statt.

Die gute Nachricht für die Fundraiser: 84 Prozent der LPs planen mit Blick nach vorn, genauso viel oder mehr Kapital zu investieren als im Vorjahr. Das entspricht in etwa dem Wert des Vorjahres (83 Prozent). Allerdings wollen weniger LPs ihre Investitionen ausweiten (37 Prozent nach 43 Prozent). Zugleich planen auch weniger, sie zurückzufahren (elf Prozent nach 14 Prozent).

Bereits seit geraumer Zeit sind ausbleibende Ausschüttungen (Distributions) vielen LPs ein Dorn im Auge. So auch in der Global Alternatives Survey 2026. Bei den Befragten steht dieses Problem unter den Einflussfaktoren für die Investitionsplanung an erster Stelle und gewinnt an Bedeutung (35 Prozent gegenüber 31 Prozent im Jahr 2025). Auf die Frage nach der größten Herausforderung in den Segmenten ihres Portfolios machten die LPs unterschiedliche Angaben. Während bei Private Equity die Liquidität an erster Stelle steht, ist es bei Immobilien die Performance.

Kurz vor Redaktionsschluss hat der BAI seine neue Investor Survey unter 105 institutionellen Anleger aus der DACH-Region in deutscher Sprache veröffentlicht: Infrastructure Equity (84 Prozent), Corporate Private Equity (82 Prozent) und Real Estate Equity (76 Prozent) bleiben die drei am weitesten verbreiteten alternativen Asset-Klassen. Das Interesse zielt nun vor allem auf Corporate Private Equity ab. Hier werden die Allokationen aufgestockt, ebenso bei Infrastructure Equity. Weniger dynamisch geht es auf der Fremdkapitalseite im Segment Corporate Private Debt zu. Hier stagnieren die Anteile ebenso wie bei Real Estate Debt. *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



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.

Insight INVESTMENT

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.

BNY | INVESTMENTS

Signal-Iduna-Gruppe steuert Logistikimmobilien an

In ihrer Neuanlage steuern die Signal-Iduna-Versicherungen zielstrebig Logistikimmobilien an. Deutlich wird das in einer Mitteilung von Sicore Real Assets (Eigenschreibweise: SICORE). Der in Hamburg ansässige Spezialist für Immobilien- und Infrastruktur-Investments unter dem Dach der Signal-Iduna-Gruppe kaufte ein „modernes Logistik-Asset" am Rand der Gemeinde Langenselbold.

Verkäufer der im vergangenen Jahr errichteten Liegenschaft mit zwei Hallen ist die Neu-Isenburger Hub-One 3. Projekt GmbH des Projektentwicklers Hub-One. Dem Investment dürften weitere folgen. Denn Sicore wolle „das eigene Logistikimmobilienportfolio" weiter gezielt ausbauen, heißt es in einer Mitteilung. Darin bezeichnet Jason Taylor, Head of Portfolio Management Real Estate von Sicore Real Assets, die Immobilie, die nun Versicherungen der Signal-Iduna-Gruppe gehört, als ein attraktives Asset. Dieses passe, „ideal in unser wachsendes Logistikportfolio und trägt aktiv zu seiner weiteren Diversifizierung bei."

Art-Invest macht Immobilien-Partnerschaft öffentlich

Unterdessen hat Art-Invest Real Estate die Partnerschaft mit einem berühmten Anleger verkündet: Im Oktober übernahm der Immobilienspezialist für Norges Bank Investment Management (NBIM) – bekannt als Manager des Ölfonds – das Asset Management des Axel Springer Campus. Das im Jahr 2020 errichtete Gebäude in Berlin-Mitte ist Hauptsitz der Axel Springer SE und langfristig an das Medienunternehmen vermietet. In Zukunft wollen Art-Invest Real Estate und NBIM mit geballter Kraft Büroimmobilien in den besonders gefragten deutschen Metropolregionen kaufen.

Nach 16 Jahren: Catella-Fonds wird abgewickelt

Nicht vergessen werden darf, dass die Krise bei Immobilienpublikumsfonds infolge steigender Zinsen und anderer negativer Faktoren längst noch nicht ausgestanden ist, sondern weitere Kreise zieht. In den Strudel geraten auch Produkte, die seit Jahren etabliert sind, wie der „Catella MAX". Der Fonds wurde 2010 als regionaler Immobilienfonds für die Region München aufgelegt. Seine Manager zielten auf unterschiedliche Nutzungsarten und Mieter ab, wobei ihr Fokus auf Büros gelegen hat. Aber ebenso wie andere Immobilien-Pufos verzeichnete auch dieses Sondervermögen zuletzt bedrohlich hohe Mittelabflüsse. Weil die Fondsmanager nicht mit einer nachhaltigen Rückkehr der Mittelzuflüsse rechnen, zogen sie nun die Notbremse: Der Vorstand der Catella Real Estate AG hat beschlossen, die Verwaltung des Immobilien-Sondervermögens zum 13. Oktober zu kündigen. Seit dem Tag werden keine Anteile mehr ausgegeben oder zurückgenommen. Das Portfolio werde schrittweise verkauft, heißt es. Bei einer Fortführung des Fonds hätte die notwendige Liquidität, um Anteilsscheinrückgaben nachkommen zu können, zunehmend durch Immobilienverkäufe generiert werden müssen. Doch der schwache Transaktionsmarkt mit begrenzter Liquidität erschwere solche Verkäufe. *pe/tbü*

CO_2: Versicherer leben auf kleinerem Fuß

Die Kapitalanlagen deutscher Versicherer enthalten weniger CO_2. Gemäß dem Nachhaltigkeitsbericht des GDV wiesen die Assets im Jahr 2025 einen CO_2-Fußabdruck von 44 Tonnen CO_2 je investierter Million Euro auf. Im Vorjahr waren es dagegen 47 Tonnen und 2023 sogar noch 61 Tonnen. Grundlage der Erhebung sind AuM in Höhe von 363,3 Milliarden Euro. Jörg Asmussen, Hauptgeschäftsführer des GDV: „Der CO_2-Fußabdruck unserer Kapitalanlagen ist innerhalb von zwei Jahren um fast 28 Prozent gesunken. Das zeigt, dass die Portfolios sich verändern. Insgesamt haben Nachhaltigkeit und Klimaschutz leider politisch an Bedeutung verloren, obwohl die Fakten eine klare Sprache sprechen."

Wesentlich für den Rückgang dürfte die Gesamtwirtschaft sein. Entscheidend für die weitere Dekarbonisierung der Anlageportfolios sei daher, wie die Realwirtschaft den Weg zur Dekarbonisierung fortsetzt. Weiterer Katalysator zur CO_2-Reduktion ist auch die Anlagepolitik. So sei die Zahl der finanzierten Wind- und Solaranlagen von 1.391 im Vorjahr auf 1.691 gestiegen. Der daraus anteilig erzeugte Strom stieg auf rund 24,3 Milliarden Kilowattstunden.

Eine weitere Möglichkeit, den CO_2-Fußabdruck zu mindern, sind Green Bonds. In Deutschland summiert sich diese Anleihenkategorie auf fast 100 Milliarden Euro. Laut einer gerade für Versicherungen interessanten Analyse des deutschen Green-Bond-Programms von Generali Investments sei Deutschland führend in Bezug auf Kurventiefe und Handelbarkeit, während Frankreich bei der Marktgröße die Nase vorn hat.

Deutsche Green Bonds führend

Ebenfalls interessant für Versicherer ist die Renditedifferenz zwischen einer grünen Anleihe und ihrem konventionellen „Zwilling". „Die jüngsten Greenium-Werte", so Floran Späte, Senior Bond Strategist bei dem Asset Manager, „lagen im Allgemeinen zwischen null und zwei Basispunkten und damit deutlich unter den Niveaus der Anfangsjahre dieses Marktes. Ein größerer und ausgereifterer Markt, eine breitere Anlegerbeteiligung sowie ein stetig steigendes Angebot an Staatsanleihen und EU-Anleihen haben die Knappheit verringert und die Prämie gedrückt." *pe*

Vontobel

Erwarten Sie zu wenig von Fixed Income?

Denken Sie um!



Anleihen können in Ihrem Portfolio eine größere Rolle spielen, als Sie vielleicht denken, und eröffnen Chancen für Schutz, Ertrag und Rendite.

Werfen Sie einen genaueren Blick auf einige verbreitete Irrtümer.

vontobel.com/unfix-your-thinking

Erfahren Sie mehr

AI generated

Dieses Marketingmaterial dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots.

Pensionsreserven im Zugriff der Haushalte

Baden-Württemberg will Erträge aus seinem Pensionsvermögen zur Haushaltsfinanzierung einsetzen und die Zuführungen zum Versorgungsfonds reduzieren. Der am 6. Oktober 2026 vorgestellte Haushaltsentwurf des Bundeslandes sieht zwei Maßnahmen vor. Einerseits sollen 200 Millionen Euro Zins- und Dividendenerträge aus dem Pensionsvermögen zur Finanzierung des Landeshaushalts verwendet werden. Andererseits sollen die geplanten Zuführungen zur Haushaltsrücklage und zum Versorgungsfonds, einem gesetzlich geregelten Sondervermögen, gegenüber der bisherigen Finanzplanung zusammen um knapp 1,4 Milliarden Euro sinken.

Vergleichbare Entscheidungen gibt es seit Jahren bei den Bundesländern. Sie zeigen, wie stark langfristige Vorsorge von der Haushaltslage abhängt. Der Rückgriff auf Versorgungsvermögen reicht dabei von vorgezogenen Auszahlungen bis hin zur Auflösung ganzer Fonds. Die folgenden Beispiele betreffen die Beamtenversorgung, nicht die Zusatzversorgung der Tarifbeschäftigten: In Rheinland-Pfalz wurde 2017 der Pensionsfonds aufgelöst. Sein erwartetes Vermögen betrug rund 5,65 Milliarden Euro, davon etwa 4,8 Milliarden Euro Schuldscheine des eigenen Landes. In Bremen entnahmen Land und Stadtgemeinde ihrer freiwilligen Versorgungsvorsorge von 2020 bis 2023 insgesamt 231,15 Millionen Euro aus dem Kapitalstock, zusätzlich zu Erträgen. Der Senat nennt die Finanzierung des gesamten Personalbereichs als Verwendungszweck. In Thüringen wurde der Pensionsfonds 2022 aufgelöst. Nach Angaben der Bundesbank war die Verwendung der Mittel anschließend nicht auf Pensionszahlungen beschränkt. Und in Schleswig-Holstein wurde für 2026 eine Entnahme von 300 Millionen Euro aus dem Versorgungsfonds vorgesehen. Zugleich wurden die Zuführungen für 2025 bis 2027 ausgesetzt.

Werden Vorsorgemittel für andere Haushaltszwecke verwendet oder Zuführungen gekürzt, stehen weniger Mittel zur Finanzierung künftiger Pensionen bereit. Die Pensionsansprüche der Beamten bleiben bestehen. Es stellt sich die Frage, wer die Pensionen von morgen finanziert. *jk*

Glanz und Elend der Finanzbranche

Vermögende sind nicht nur eine Obsession von SPD und sonstigen linken Parteien, sondern auch für das Manager Magazin. Dessen aktuelle Liste der 500 reichsten Deutschen mag für portfolio-institutionell-Leser inspirierend und motivierend wirken – oder für Neid sorgen: Unter den Milliardären und Centa-Millionären gibt es nämlich einige Vertreter, die mit Finanzdienstleistungen im weitesten Sinne reich wurden!

„Unsere Besten“: Andreas und Reinfried Pohl Junior! Deren Vater gründete die Deutsche Vermögensberatung. Die Pohls rangieren 2026 mit einem Vermögen von 4,2 Milliarden Euro auf Rang 57. Die Brüder müssen sehr fleißig gewesen sein, denn im vergangenen Jahr wurden sie nur mit 3,5 Milliarden Euro taxiert. Die Pohls und ihre Deutsche Vermögensberatung spiegeln aber nicht nur den Glanz der Finanzdienstleistungsbranche wider, sondern auch deren Elend. Anno 2013 reichten Papa Pohl nämlich 3,1 Milliarden Euro für Rang 31. Dieser Betrag würde heutzutage nicht einmal mehr für die Top 100 in der Liste der reichsten Deutschen genügen. Hauptgrund für den sozialen Abstieg unserer Pohls auf Platz 57 (was sollen nur die Ranglisten-Nachbarn denken?): In anderen Sektoren wird man viel schneller reich.

Auch der Milliardär hat’s schwer

Ablesen lässt sich dies auch darin, dass im Zeitraum 2001 bis 2018 in der Top 100 der Reichsten-Skala Familie Wolfgang Grenke (Grenke Leasing), die MLP-Gründer Manfred Lautenschläger und Bernhard Termühlen, den Bankiersfamilien Schmidt und von Metzler, Versicherer Rolf Gerling und Verkaufskanone Carsten Maschmeyer die Finanzdienstleistungsbranche vertraten. Diese sind heute zwar nicht absolut, aber relativ verarmt. Sie sortieren sich mehrheitlich nur noch zwischen Rang 200 und 449 ein.

Eine Existenzangst-Epidemie unter Finanzdienstleistern ist jedoch übertrieben – zumindest für diejenigen, die es in die Top 500 schafften. Und dies sind nicht wenige. Auf Platz 127 taxiert das Manager Magazin die gleichnamigen Gründer von Flossbach von Storch auf 2,1 Milliarden Euro. Nummer 258 ist Versicherungsunternehmer Paul-Otto Faßbender (Arag) mit 0,9 Milliarden. Auf Platz 304 machen die Gründer von Trade Republic und Sum Up mit je 0,8 Milliarden dem alten Geldadel einen Platz unter den reichsten 500 streitig. Marcus Brennecke, Platz 350 mit 0,7 Milliarden, machte sein finanzielles Glück als Partner bei EQT. Die gleichen Koordinaten weist Bernd Förtsch auf, der mit Flatexdegiro und Börsenmedien für das Alter vorsorgt. Die vier HQ-Schwestern können ihr Vermögen mit 0,6 Milliarden einigermaßen zusammenhalten, was mit Platz 392 belohnt wird. Dauergründer und Finanzinvestor Christian Angermayer folgt mit 0,6 Milliarden Euro auf Platz 392. Ihm wiederum folgt Peter Harf, oberster Family Officer und mittlerweile auch Investmentpartner der Familie Reimann, mit 0,5 Milliarden Euro auf Platz 449. Auf Rang 488 kommt mit den Familien Castell-Castell und Castell-Rüdenhausen der Finanzadel, der hinter der Fürstlich Castell’schen Bank steckt. Deren Schatulle soll mit fürstlichen 0,45 Milliarden Euro gefüllt sein. *pe*

Termine

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 35

bvai.de/veranstaltungen

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/

18. und 19. Januar 2027 in Frankfurt am Main

BAI PRIVATE DEBT SYMPOSIUM

Tel.: +49 (0)228 96987 35

bvai.de/veranstaltungen

11. März 2027 in Berlin

PORTFOLIO INSTITUTIONELL AWARDS UND JAHRESKONFERENZ

E-Mail: events@portfolio-verlag.com

awards.portfolio-institutionell.de

2. und 3. Juni 2027 in Dresden

DEUTSCHER STIFTUNGSTAG 2027

E-Mail: ana.remis@stiftungen.org

stiftungstag.org/

Eine Nachfolgerin für Wolfram Gerdes


Bild: KZVK Dortmund

Bei den Kirchlichen Versorgungskassen KZVK (Dortmund) und VKPB steht ein Vorstandswechsel ins Haus. Der seit 2011 amtierende Vorstand für Kapitalanlagen und Finanzen, Dr. Wolfram Gerdes, geht Ende Februar 2027 in den Ruhestand. Seine Nachfolge übernimmt zum 1. März Katharina Grisar. Sie leitet die Unternehmenssteuerung der beiden Kassen, die in einer Organisationsgemeinschaft zusammenarbeiten. *tbü*

Neuer CFO bei der KZVK Köln

Auch die Kirchliche Zusatzversorgungskasse des Verbandes der Diözesen Deutschlands (KZVK) in Köln meldet einen Vorstandswechsel. Dr. Oliver Lang, seit 2018 KZVK-Finanzvorstand, beendet zum 30. Juni 2027 seine Amtszeit und tritt planmäßig in den Ruhestand. Die Nachfolge des 62-Jährigen tritt Susanne Weitz an, zuletzt Leiterin Group Finance bei Eon. Um einen reibungslosen Übergang sicherzustellen, startet die 54-Jährige am 1. April 2027. *pe*

Neue Energie für den Atomfonds

Dr. Daniel von Borries, Aufsichtsratschef der KZVK Köln, übernimmt zum 1. Januar 2027 den Vorstandsvorsitz des Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung (Kenfo). Der 61-Jährige wird als Chief Executive Officer und Chief Investment Officer die Verantwortung für die strategische Ausrichtung und die Kapitalanlage der Stiftung übernehmen. Er folgt auf Anja Mikus, die zum 31. Dezember 2026 aus Altersgründen aus dem Vorstand ausscheidet. Der promovierte Volkswirt von Borries war bis Mitte 2026 Finanzvorstand von Swiss Life Deutschland.

Auch der Anlagebeirat des Kenfo wird neu aufgestellt. Claus Stickler, der dem Gremium seit mehreren Jahren angehört, übernimmt den Vorsitz von Immo Querner. Neben Querner scheidet Christian Kopf aus; Sonja Laud hatte den Beirat bereits im Juni verlassen. Neu berufen wurden Pål Bergström, Evi C. Vogl und Britta Weidenbach. Bergström leitet den schwedischen Pensionsfonds AP7. Vogl war Deutschland-Chefin von Amundi. Weidenbach ist geschäftsführende Gesellschafterin des Multi Family Office Auretas. *jk/tbü*

Neuer Geschäftsführer beim BAI

Beim Bundesverband Alternative Investments (BAI) sind neue Zeiten angebrochen. Denn Frank Dornseifer habe „auch aus privaten Gründen“ die Entscheidung gefasst, seine Tätigkeit als Geschäftsführer zu beenden und sich neuen beruflichen Herausforderungen zu widmen. Seit dem 1. Oktober ist Andreas Binder Geschäftsführer des Verbands. Der 49-Jährige kommt von der Wave Management AG. Der Finanzdienstleister operiert unter dem Dach der im Versicherungsgeschäft tätigen VHV-Gruppe. *tbü*

In einem Tag durch die Private Markets

„Niemals geht man so ganz“ ist ein bekanntes Lied, das auf vielen Abschiedsfeiern und in immer mehr Anlageausschüssen gesungen wird. Verlustängste kommen eben genauso auf, wenn man sich von liebgewordenen Menschen und als Investor – unter Wert – von weniger liebgewordenen Beteiligungen trennen muss. Letzteres lässt sich jedoch mit Continuation Vehicles verhindern. Mehr über diese und weitere Finanzinnovationen erfahren Sie auf dem Private Markets Forum am 24. November in Düsseldorf.

Continuation Vehicle ermöglichen es, Assets an sich selbst zu verkaufen. Vorausgesetzt, die Gremien fragen nicht allzu kritisch nach, steht man als LP – entweder als Käufer oder als Verkäufer – damit immer auf der Gewinnerseite. Glücklich schätzen darf sich auch der GP, der sich bei einer solchen Transaktion weitere Management Fees sichert. Klar sein muss, wie sich Interessenskonflikte zwischen LPs und GPs vermeiden lassen. Mehr zu den Verlängerungsfonds können Sie am 24. November auf dem Private Markets Forum in Düsseldorf von einem absoluten Private-Equity-Experten erfahren: Keynote-Speaker Prof. Ludovic Phalippou weiht Sie in seinem Vortrag „Selling High to Yourself: Contracts and Transfer Prices in Continuation Vehicles“ in die Feinheiten des Umgangs mit Assets ein, die in die Verlängerung gehen. Spoiler: Co-Investments des GP und Incentivierungen über den Carried Interest sind wesentlich, damit sich Continuation Vehicle auch für den LP als Erfolgsmodell erweisen.

PRIVATE MARKETS FORUM

Innovationen und Weiterentwicklungen sind auf allen Private Markets zu bestaunen und vor allem zu bewerten. Auch davon hängen wiederum die Portionierungen der einzelnen Segmente ab. Auf dem diesjährigen Private Markets Forum gehen wir der SAA-Frage in unserer ersten Panel-Runde nach. Wir sind gespannt auf die Limited Partner Hinnerk Breuer aus dem Pension Asset Management von Evonik und Carl-Theodor Toerring vom Verband der Bayerischen Metall- und Elektroindustrie sowie Jannick Hunecke, Vorstand Deutsche Beteiligungs AG, und Dr. Bernd Kreuter, Managing Partner von Palladio Partners.



Erforscht das Kontinuum (und dessen Materialisierungen) im Private-Equity-Universum: Prof. Ludovic Phalippou.

Großes Thema innerhalb von Private Equity, und auch immer mehr auf den anderen Private Markets, sind Secondaries. Diese bieten Verkäufern die benötigte Liquidität und ebnen Käufern einen risikoreduzierten Einstieg. Mehr zum Fonds-Zweitmarkt erfahren Sie auf dem Forum unter anderem von Michel Fellmann, Senior Managing Director von Ardian, und Alexander Schmitt, Lead Portfoliomanager von Allianz Global Investors. Verraten dürfen wir: Secondaries sind keinesfalls Investments zweiter Wahl.

Die LP-GP-Diskussionsrunde Nummer 3 durchforscht das Private-Credits-Universum. Dieses – hier schon einmal als das bessere Private Equity gefeiert – erfuhr jüngst reichlich Gegenwind. Grund waren KI-bedingte Sorgen um den bei den Credit-Fonds beliebten Software-Sektor. Andererseits sorgen gestiegene Zinsen für Rückenwind und erhöhen die variable Verzinsung – allerdings zum Leidwesen des Kreditnehmers. Welche Entwicklung überwiegt und wie es um die weiteren Zukunftsaussichten von Private Credits bestellt ist, erfahren Sie mit Stefan Schütte von der VBL von einem erfahrenen Anleger sowie von Karsten Batran, Managing Partner bei Bright Capital, und Andrew Gern, Head of Business Development bei der MGG Investment Group.

portfolio institutionell

SAA, Continuation Vehicle, Secondaries, GP Selection, ...

Infrastruktur ist nicht alles – aber ohne Infrastruktur ist alles nichts: Das gilt für den Staat und für das Private Markets Forum. Aber wie investieren? Steigende Zinskosten, volatile Strompreise und wenig hilfreiche Regulierungen machen vor der Energieinfrastruktur nicht halt. Mit diesen Themen beschäftigen sich auf dem Panel unter anderem Michael Dittrich, Abteilungsleiter bei der Deutschen Bundesstiftung Umwelt, Maximilian Fieguth, Executive Director bei IFM Investors, und Torsten Heidemann, Leiter Infrastructure & Energy bei Berenberg.

Abgeschlossen wird das Forum mit der Königsdisziplin des Investierens auf den Private Markets: der GP Selection. Die Auswahl der General Partner stellt die wesentliche Weichenstellung für eine erfolgreiche Allokation dar. Anspruch muss sein, mit dem Top Quartile der GPs zu investieren. Für sich entscheiden muss der Investor, wie viel er internalisiert, und dann, ob ein Generalist oder viele Spezialisten mandatiert werden sollen. Seien Sie heute schon gespannt auf Einblicke von Dr. Uwe Siegmund, Chief Economist der R+V Versicherung – und natürlich auf das komplette Private Markets Forum. Wie der Name schon sagt, findet dieses auch in privater Atmosphäre statt. Wir streben wieder wie in den Vorjahren eine GP-LP-Relation von 1:2 an. Den Abschluss findet das Event mit einem Dinner, bei dem wir auch gern in Continuation gehen. Schließlich geht man niemals so ganz ... *portfolio institutionell*

Zwischen US-Skylla und Chinarybdis – und den Schulden-Sirenen

Die Strategische Asset-Allokation muss gelingen, auch wenn die Navigation schwer fällt: International befinden sich Investoren in schwierigem Fahrwasser, überall drohen politische Strömungen vom rechten und linken Rand. National betreten Investoren mit Staatsverschuldung und Rentenreform terra incognita. Was sich in diesen Zeiten empfiehlt, ist eine Informationsreise nach Berlin zur Jahreskonferenz und den Awards am 11. März 2027.

Renditen bis zum Abwinken selbst für Solvency-II-Investoren und ein ewiger Frühling auf dem Aktienmarkt: Das Leben eines Investors war schon einmal schwieriger. Oder nicht? Geopolitisch teilt sich die Welt in Blöcke, die USA werden immer merkwürdiger, und China will für den Westen nur das Schlechte. In Ost und West müssen sich hiesige, risikobewusste Anleger fragen, ob sie auch wieder auscashen können. Sich auf das schulden- und defizitbelastete Europa zu beschränken, dürfte jedoch auch nicht der Weisheit letzter Schluss sein. Der Anleger hat die Wahl zwischen Pest und Cholera! Darum lautet das Thema der Jahreskonferenz 2027, welche am 11. März Investoren aller (Bundes-)Länder nach Berlin bittet, kurz und bündig: „Global zwischen US-Skylla und Chinarybdis – und national die Schulden-Sirenen".

Was es in diesem Umfeld braucht, ist ein listiger Held, dem die strategische Allokation auch bei schwieriger Navigation gelingt. Unser Odysseus heißt Dr. Christoph Heidelbach, der als neues Mitglied der Geschäftsführung der Ampega Asset Management seine öffentliche Feuertaufe bei der 21. Jahreskonferenz als Panelist geben wird. Als Nachfolger von Dr. Thomas Mann zeichnet Heidelbach für die Umsetzung der Investments der Talanx-Gruppe in Höhe von etwa 150 Milliarden Euro verantwortlich. Allokiert sind die eigenen Gelder größtenteils in Fixed Income, aber auch in Private Equity, Immobilien und Infrastruktur.

Bei all den verschiedenen Krisenherden auf der Welt braucht es neben einer guten Strategie mehr denn je ein gutes Risikomanagement und damit auch gute Risikomanager – wie Dr. Christoph Kiehn, Bereichsleiter Finanzen und Risiko der Soka-Bau. Von ihm und seinen weiteren Mitstreitern auf dem Risikomanagement-Panel sind wir gespannt zu erfahren, wie Risiken aus der KI-Finanzierung systematisch und vollumfänglich erfasst werden oder ob aufgrund der allerorten ausufernden Staatsverschuldung wieder eine Staatsschuldenkrise droht. Steht uns nach der griechischen Tragödie nun womöglich auch eine „grave crise de la dette publique" ins Haus?



Christoph Heidelbach gibt sein Talanx-Debüt bei der Jahreskonferenz



Droht nach „Griechenland" eine grave crise de la dette?

Eine Zusatzversorgungskasse der Baubranche dürfte auch einen guten Einblick in die Risiken – und ebenfalls Chancen – des Immobilienmarkts haben. Diesen widmet sich die Jahreskonferenz aber auch noch dediziert am Nachmittag im Immobilienpanel. Als ausgewiesene Real-Estate-Experten debattieren über Zinsniveau, Segmente und Developments beispielsweise Sascha Pinger vom Wirtschaftsprüfer-Versorgungswerk und Oliver Dräger von der Pensionskasse des ZDF. Sind wir – nach „survive in 25" in 27 (endlich) back in Heaven? Das dürfte neben dem Zinsniveau nicht zuletzt von der Bilanz- und Nervenstärke der Immobilieninvestoren abhängen. Sicher ist auf jeden Fall: Nach der Expo ist vor dem Immobilienpanel der portfolio institutionell Jahreskonferenz!

Aktien, Anleihen, Immobilien, Infrastruktur, ...

Selbstverständlich haben wir außer Immobilien auch noch weitere Asset-Klassen im bewährten Anbieter-Nachfrager-Panelformat im Programm. Auch im kommenden Jahr sind es Fixed Income, Aktien, Infrastruktur und die Emerging Markets. Nicht zu vernachlässigen ist aber auch das Thema des sechsten Panels: Nachhaltigkeit. Warum und wieso lesen Sie in dieser Ausgabe in der Titelgeschichte, in der unter anderen die Bayerische Versorgungskammer zu Wort kommt, und in unserem Investoreninterview mit der Deutschen Bundesstiftung Umwelt. Nicht zuletzt sind Resilienz, Impacts und Risikomanagement allgemein Argumente für die Beschäftigung mit Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage.

Aktiv mitmischen dürfen auf der Jahreskonferenz natürlich nicht nur die Panellisten, sondern alle Gäste des großen jährlichen Investoren-Treffs in Berlin. Wir freuen uns schon heute wieder auf über 200 Gäste, davon hälftig institutionelle Anleger. Der Höhepunkt steigt traditionell wieder am Abend mit den portfolio institutionell Awards. Auf unserer Gala-Veranstaltung werden erneut die besten Investoren Deutschlands gekürt. Übrigens: Beglückwünschen dürfen sich auch ohne Award alle Teilnehmer der Preisverleihung. Nicht nur wegen des Feedbacks der Juroren. Sondern, wie die Vergangenheit gezeigt hat, auch weil schon die Bereitschaft, sich mit einer vorzeigbaren Kapitalanlage mit anderen Institutionen zu messen, offenbar vor den größten Anlagekatastrophen schützt.

portfolio institutionell





Bild: Pexels



Bild: Stockphoto

Ein einzelner Funke bringt wenig Licht

Von Tobias Bürger

Erfolg im Anlageprozess hängt mehr denn je von tiefgehender Deal-Expertise ab. Wenn es eine Anlageklasse gibt, auf die diese Einschätzung ganz besonders zutrifft, dann ist das Infrastruktur. Warum Großanleger rund um den Globus hier investieren wollen und wie ein kanadischer Pension Fund seine Deal-Pipeline mit starken Partnern füllt, zeigt unsere Recherche.

Das Interesse institutioneller Anleger an Infrastruktur-Assets steuert auf ein weiteres Hoch zu. Darauf deutet das im September veröffentlichte Global Asset Owner Barometer 2026 von Marsh hin. Um sich einen Eindruck von den Anlageplänen der Großanleger zu verschaffen, hat der Finanzdienstleister, der am deutschen Markt lange Zeit unter der Marke Mercer tätig gewesen ist, diesen Namen nun aber abgelegt hat, weltweit 430 institutionellen Investoren stichprobenartig befragt. Mit dabei waren Pensionsfonds, Versicherer, Staatsfonds und Stiftungen sowie Vermögensverwalter und Family Offices aus 25 Ländern. Zum Beispiel Anleger aus Europa und den USA. Zusammen verwalten sie 5,76 Billionen Dollar, im Durchschnitt also etwa 13,4 Milliarden Dollar.

Mehr als die Hälfte (51 Prozent) der Umfrageteilnehmer wollen Infrastruktur-Assets in den nächsten zwölf Monaten ausbauen. Das dürfte sowohl Equity- als auch Debt-Strategien betreffen. Wie die Studie ebenfalls zu Tage gefördert hat, sind die Private Markets in den Portfolios fest etabliert. Fast alle (96 Prozent) der 430 Asset Owner berichten von entsprechenden Allokationen. Das ist ein ordentlicher Sprung im Vergleich zum Vorjahr mit einer Quote von damals 80 Prozent. Allerdings verschieben sich innerhalb des Spektrums die Gewichte. So hat das Interesse an Private Debt und Private Equity im Vergleich zum Vorjahr nachgelassen. Etwas mehr als ein Drittel (34 Prozent) der institutionellen Investoren plant, die Bestände an Private Debt in diesem Jahr zu erhöhen, verglichen mit 48 Prozent im Jahr 2025.

Was hinter dieser Entwicklung steckt, erklärt Garvan McCarthy. Laut dem Chief Investment Officer für alternative Investments bei Marsh im Geschäftsfeld Investments and Retirement sind Private Markets in den vergangenen Jahren leichter zugänglich geworden. Man denke nur an das Spektrum der Primary Funds, der Secondaries bis hin zu den Möglichkeiten, die mit Co-Investments aufgekommen sind. Zugleich, sagt Garvan McCarthy, gebe es noch immer Einstiegshürden. Auch habe sich der Wettbewerb um besonders gefragte Assets weiter verschärft.

Daher hänge der Erfolg im Anlageprozess mehr denn je von tiefgehender Deal-Expertise ab, berichtet der Fachmann. Es reiche nicht aus, einfach nur über Kapital zu verfügen, das abgerufen werden könne. Vielmehr ist der Investmentchef überzeugt davon, dass in Zukunft vor allem jene institutionellen Investoren Vorteile im Anlageprozess haben werden, denen es gelingt, ihre Kapitalzusagen flexibel zu steuern, ihre Allokations-Disziplin beizubehalten und auch zu verstehen, wie sich jedes Engagement auf die Liquidität und das Gesamtrisiko des Portfolios auswirkt.

Großanleger auf alternativen Pfaden

Ein solcher Großanleger, wie McCarthy ihn beschreibt, ist das Canada Pension Plan Investment Board (CPP Investments). Die Investment-Management-Organisation mit Hauptsitz in Toronto

und Niederlassungen in Hongkong, London, Mumbai, New York City, São Paulo und Sydney verwaltet das Anlageportfolio des Canada Pension Plan. Zum 30. Juni 2026 belief sich dessen Wert auf circa 541 Milliarden Euro. Zum Vergleich: Die Assets der Bayerischen Versorgungskammer, Deutschland größter Anlegerin in den globalen Pension-Fund-Statistiken, würden dort mit ihren rund 122 Milliarden Euro mehr als viermal hineinpassen.

CPP Investments zeichnet sich nicht nur durch sein schieres Anlagevermögen aus, das selbst unter den führenden nordamerikanischen Pension Funds seines Gleichen sucht – nur der Federal Retirement Thrift aus den USA (942 Milliarden Euro) bringt noch mehr auf die Waage –, sondern auch durch seine vorbildliche Transparenz. Während die hiesigen Großanleger Auskünfte über die Investments, die sie getätigt haben, wenn überhaupt nur mit Verzögerung, halbherzig, lückenhaft und natürlich nur auf Nachfrage publizieren, stillt der Informationsfluss der Kanadier jedermanns Wissensdurst. Dabei lernt man auch viel darüber, in welchen Anlagesegmenten die Kanadier Akzente setzen – und mit wem sie Pläne schmieden.

Aktuell stehen in Toronto Infrastrukturanlagen ganz oben auf der Promi Shopping List. So treibt CPP Investments gemeinsam mit Tochtergesellschaften des Telekomriesen AT&T und den zu Blackrock gehörenden Global Infrastructure Partners (GIP) aus New York City den Aufbau eines Unternehmens für Glasfaseranschlüsse in den USA voran. Ziel des Gemeinschaftsunternehmens ist es, mehr Haushalte mit ultraschnellem Internet zu versorgen. CPP Investments will die Einnahmen aus dem Geschäft nutzen, um den Ruhestand der mehr als 22 Millionen Beitragszahler und Leistungsempfänger des Canada Pension Plan auf ein noch breiteres Fundament zu stellen.

Expertise und strategisches Kapital werden verknüpft

Die Investitionen der altehrwürdigen American Telephone and Telegraph Company (AT&T) – dem größten Glasfaseranbieter der USA – sowie von GIP und CPP Investments sollen den Glasfaserausbau in den USA beschleunigen. James Bryce skizziert den Investment Case: „Die Nachfrage nach zuverlässiger Konnektivität mit hoher Kapazität wächst stetig, wodurch Glasfaserinfrastruktur zu einem immer wichtigeren Bestandteil der digitalen Wirtschaft wird“, erklärt der Infrastrukturchef bei CPP Investments und spricht von „strategischem Kapital“, das in dem Joint Venture mit der Glasfaser-Expertise von AT&T kombiniert werde. Damit werde für den Canada Pension Plan langfristig Wert geschaffen.

Enge Beziehungen pflegen die Kanadier auch zu Brookfield Asset Management, einer führenden Adresse unter den Alternatives-Spezialisten. Die New Yorker managen im Kundenauftrag Vermögen von mehr als 1.000 Milliarden Dollar in Infrastruktur, Energie, Private Equity, Immobilien und Kredit. Gerade einmal drei Wochen vor der Bekanntgabe des Glasfaserdeals mit AT&T verkündete CPP Investments die Topnews, gemeinsam mit Brookfield den „Maple Fund“ auflegen zu wollen, eine neue Kooperationsplattform. Mit dem Maple Fund wollen die beiden Partner Eigenkapital von bis zu 31 Milliarden Euro in Großprojekte der kritischen Infrastruktur und in strategische Industriezweige in ganz Kanada lenken. Ziel dieser Zusammenarbeit ist es, „das Spektrum der gemeinsam verfolgbaren Projekte zu erweitern“ – insbesondere im Hinblick auf große, komplexe Vorhaben, die erhebliche Vorabinvestitionen und umfassende Entwicklungskompetenzen erfordern würden.

Hier sei an die Aussagen von Garvan McCarthy erinnert; wie äußerte sich der Chief Investment Officer von Marsh im Hinblick auf die Einstiegshürden und den Wettbewerb um Vermögenswerte doch gleich? Erfolg im Anlageprozess hänge von tiefgehender Deal-Expertise ab, statt einfach nur über Kapital zu verfügen. Zum Einstieg wollen CPP Investments und Brookfield ihre Investitionen auf einer 50:50-Basis strukturieren. Jede der beiden Organisationen soll über die kommenden fünf Jahre hinweg bis zu 15,6 Milliarden Euro an Eigenkapital für den Maple Fund bereitstellen. Das Konstrukt ist jedoch so angelegt, dass sich auch andere Investoren an Projekten beteiligen können. Das soll dem verfügbaren Kapital ebenso wie den Kompetenzen auf die Sprünge helfen.

Neues Selbstbewusstsein und ein nationaler Staatsfonds

Die kanadische Regierung unter Premierminister Mark Carney hat sich auf die Fahne geschrieben, die heimische Wirtschaft zu stärken. Auch ein nationaler Staatsfonds soll im zweitgrößten Land der Erde entstehen, der „Canada Strong Fund“. Investiert werden soll nach Vorstellung der Regierung in Projekte und Unternehmen, die die wirtschaftliche Transformation des Landes vorantreiben. Vor diesem Hintergrund muss man die Pläne von CPP Investments einordnen. „Kanada tritt in eine Phase neuer Ambitionen ein, um Großprojekte voranzutreiben und Investitionen für die Zukunft zu tätigen – dies schafft im ganzen Land attraktive Investitionsmöglichkeiten“, erklärte John Graham, Verwaltungsratschef und CEO von CPP Investments, anlässlich der Bekanntgabe der Partnerschaft. „CPP Investments verfügt über das Kapital, den langfristigen Anlagehorizont und die Expertise, um diese Chancen zu nutzen; der Maple Fund bündelt unsere Stärken mit der ausgeprägten Kompetenz von Brookfield bei der Projektakquise und -entwicklung, um ehrgeizige Vorhaben von der ersten Chance bis zur tatsächlichen Investition zu führen“, so Graham weiter.

Mit dem Maple Fund sei man bestens aufgestellt, „um diese Dynamik zu nutzen und bei Gelegenheiten von außergewöhnlicher Größenordnung und Komplexität rasch zu handeln, sofern sie einen überzeugenden Mehrwert für den CPP Fund bieten“, ist der CPP-Investments-Chef überzeugt. Festzuhalten bleibt, der Canada Pension Plan hat viele Eisen im Feuer – und es kommen, wie es scheint, laufend neue hinzu.

Mehr Value bei Loans

Von Patrick Eisele

Immobilienfinanzierer und deren Investoren sind bei Entwicklern derzeit gefragt. Wie bei Equity finden aktuell aber Angebot und Nachfrage oft trotzdem nicht zusammen. Bereit für die Finanzierung von Whole Loans – und interessiert an Komplexitäts- und Illiquiditätsprämien – ist die Huk-Coburg.

In keiner anderen Asset-Klasse erwiesen sich die höheren Zinsen als so belastend wie für Immobilien. „Survive until 25" lautete die Strategie beziehungsweise die Durchhalteparole für Immobilienmanager und -investoren. Nur: Nun neigt sich bereits das Jahr 2026 dem Ende zu, und die Immobilien-Assets drücken weiter auf Bilanzen sowie Stimmung. Das Aussitzen erscheint bei steigenden Zinsen nicht als probate Lösung. Bei offenen Immobilienfonds kommt es zu Nettoabflüssen in Milliardenhöhe, Schließungen und Auflösungen, die Bayerische Versorgungskammer und ihr Asset Manager Deutsche Finance streiten sich vor Gericht um ihre schiefgelaufenen US-Immobilieninvestments, die äußerst immobilienaffine Volksbank Brawo erleidet Verluste von über 600 Millionen Euro und benötigt Stützungsmaßnahmen der Sicherungseinrichtung der Volksbanken, die Betreibergesellschaft des Frankfurter Wolkenkratzers Trianon ist aufgrund von Mietermangel insolvent, Banken halten sich mit Finanzierungen zurück und, und, und … Letzteres bietet jedoch die Basis für eine interessante Immobilienstrategie abseits von Eigenkapital: Immobilienfinanzierungen. Wenn es Projektentwicklern an konventionellen Krediten mangelt, sind alternative – und teurere, aber flexiblere – Kreditgeber gefragt.

Laut einer aktuellen Studie der Caerus Debt Investments AG unter etwa 50 deutschen Investoren sei die sich aus dieser Finanzierungslücke ergebende Nachfrage nach Fremdkapital eine große Motivation, sich in Real Estate Debt zu engagieren. Sehr motivierend wirke auch das Risk-Return-Profil: „Renditeseitig erreichen vorrangige besicherte Immobilienkredite das Niveau risikoreicherer Anlageklassen wie hochverzinslicher Unternehmensanleihen oder übertreffen es, und dies bei einem niedrigeren Risiko durch die dingliche Besicherung", heißt es in der Studie. Rund ein Drittel der für die Studie Befragten gaben an, ihre Real-Estate-Debt-Aktivitäten ausbauen zu wollen. Aktuell liege die Quote dieser Anlageklasse im Schnitt bei 1,6 Prozent des Gesamtportfolios.

Laut Studienergebnis werden von den Kapitalgebern Whole Loans als Kapitalstruktur der vergebenen Darlehen bevorzugt, wobei die Interessenten im Median einen Beleihungsauslauf von 70 Prozent akzeptieren und im Schnitt eine Brutto-IRR von acht Prozent per annum erwarten. Der Private Debt Market Compass von BF Capital ermittelte zum Halbjahr für Real Estate Debt etwas niedrigere Werte: Die meisten Transaktionen weisen einen eher konservativen Loan to Value von 56 bis 65 Prozent auf, und im Durchschnitt liegt der Spread bei 430 Basispunkten über dem 3-Monats-Zins. Dieser liegt bei etwa 2,6 Prozent. Die von Caerus ermittelten acht Prozent erscheinen dagegen etwas ambitioniert. „Mit reiner Vermietung im Core-Segment sind keine acht Prozent Rendite möglich", erklärt Markus Kreuter, COO der Caerus Debt Investments AG. „Diese sind nur mit Projektentwicklungen mit Vorvermietung, Value-add-Finanzierungen oder mit Back Leverage möglich." Unter Letzterem versteht sich der Einsatz von Fremdkapital auf Fondsebene. Dem Risikoappetit der Investoren entsprechen diese Segmente oder gehebelte Fonds allerdings nicht. „Die Präferenz für vorrangige Strukturen, die gegenwärtig überproportionale Bepreisung von

Risiko und die Zurückhaltung gegenüber dem Einsatz von Leverage auf Fondsebene bestätigen die Priorität von Sicherheit und Portfolio-Resilienz bei der Anlageentscheidung“, so Markus Kreuter. „Allerdings ist die geforderte Rendite mit defensiven Bestandsfinanzierungen im aktuellen Marktumfeld kaum zu erreichen. Hier kommen Angebot und Nachfrage aktuell nicht zusammen.“

Im Wettbewerb zu Bankfinanzierungen kann Real Estate Debt aber punkten. Zwar verlangen Banken geringere Zinsen, aber auch einen geringeren Loan to Value. „Bank versus Debt-Fonds bedeutet im Schnitt eine Differenz von zehn Prozent beim Loan to Value, die der Kreditnehmer aus Eigenkapital erbringen muss, um die Finanzierung zu schließen. Die Beschaffung dieses Eigenkapitals ist manchmal nicht möglich oder so hochpreisig, dass der Mehrzins, den der Kreditnehmer beim Debt-Fonds zahlt, kompensiert ist“, so Kreuter. Die Folge: „Der Zinsvorteil der Banken wird geringer.“

Ebenfalls auf Immobilienfinanzierungen spezialisiert ist die Aukera Real Estate AG. Die Boutique sammelt derzeit Geld für einen neuen Fonds ein. Das AuM-Ziel beträgt 500 Millionen Euro. Der Fonds vergibt ausschließlich erstrangig besicherte Darlehen, in der Regel Whole Loans, mit einem Beleihungsauslauf von bis zu 75 Prozent und angestrebten IRR-Renditen von sieben bis acht Prozent per annum. „Unser Ziel für die Marge über dem Marktzins liegt bei ungefähr 400 Basispunkten. Das ist nicht immer einfach, aber, wie unser Portfolio zeigt, für uns machbar“, erklärt Dr. Patrick Züchner, CIO der Aukera. Erreichen will der in Essen ansässige Finanzierungsspezialist seine Renditeziele ohne Back Leverage.

Die erste Ausreichung erfolgte für die energetische Modernisierung eines Bürogebäudes bei Rotterdam. Ankerinvestor des Fonds ist die Huk-Coburg. „Private Debt Investments bieten die Möglichkeit, Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien gegenüber Public Fixed Income zu verdienen. Allerdings haben die letzten fünf Jahre, speziell bei Immobilieninvestments, gezeigt, dass hierfür umfassende Expertise in den Sub-Asset-Klassen notwendig ist. Als Investor muss ich also genau wissen, welche Bereiche des Marktes ich inhouse und welche über externe Asset Manager abdecken sollte. Ansonsten werden die erhofften Renditeprämien von Private Debt durch Verluste aufgefressen“, erläutert Maximilian Cosack, Head of Private Assets der Versicherung, die Motivation für das Commitment gegenüber dem Mitte 2025 aufgelegten Aukera-Pool-Fonds.

Neben den Investments in Fonds, wie in den von Aukera aufgelegten, beteiligt sich die Huk-Coburg auch über Co-Investments an der Finanzierung von Unternehmen und von Immobilien- und Infrastrukturprojekten. „Grundsätzlich halten wir es für sinnvoll, möglichst breit aufgestellt und in allen drei Sub-Asset-Klassen investiert zu sein. Zudem versuchen wir kontinuierlich zu investieren und Investitionsvolumina nicht von Marktphasen abhängig zu machen. Denn: Den perfekten Investitionszeitpunkt gibt es nicht, und Marktzyklen immer rechtzeitig zu erkennen und die eigene Kapitalanlage entsprechend grundlegend anzupassen, ist speziell im Bereich Private Markets sehr schwierig und funktioniert letztendlich meistens nicht“, so Cosack. Auf taktischer Ebene seien aber, abhängig von Markteinschätzung und -signalen, gewisse Anpassungen in der Neuallokation sinnvoll. Dies gelte zum Beispiel auch für die Kapitalstruktur, also ob man Eigenkapital- oder Fremdkapitalinvestitionen tätigt „Eine holistische Betrachtung der Private Markets hilft, sich über die Attraktivität von verschiedenen Kapitalstrukturen und Sub-Asset-Klassen im Klaren zu sein und beugt einem Silodenken zwischen einzelnen Investmentteams vor. Immobilienfinanzierungen, speziell in Bereichen, die nicht zum Kerngeschäftsfeld von Banken zählen, bieten aktuell attraktive Kreditmargen von 350 bis 450 Basispunkten bei moderaten LTVs von maximal 70 Prozent und soliden Businessplänen. Auf dem aktuellen Zinsniveau lassen sich hierdurch entsprechend Brutto-IRRs von sieben bis acht Prozent erzielen, was auch im Vergleich mit Eigenkapitalinvestments attraktiv erscheint.“ Zudem werden hier laut Cosack oftmals Immobilien finanziert, die in vergleichbarer Art (zum Beispiel Objektgröße oder Nutzungsart) in vielen Eigenkapitalbeständen von Core-Immobilieninvestoren nicht bestehen und somit das Immobilienportfolio diversifizieren können. Ein weiterer Vorteil von Debt Investments liegt für Cosack in den planbaren Cashflows. Zins- und Tilgung sind laufend durch den Kreditnehmer zu erbringen und ermöglichen hierdurch stabile und planbare Ausschüttungsrenditen für Investoren.

Apropos Zinsen und Rückzahlungen: Verläuft alles planmäßig, kann der Kreditgeber auch mit Seitwärtsmärkten gut leben – besonders gut, wenn die variable Verzinsung steigt. Für den Kreditnehmer ist der Zinsanstieg aber eine Bürde, und seine Kreditkosten und vor allem sein Refinanzierungsrisiko steigen. Wichtig ist darum für den Kreditgeber nicht nur der Kapitaldienst in der Gegenwart, sondern insbesondere die in der Zukunft anstehende



Für Maximilian Cosack bietet Private Debt Prämien gegenüber dem liquiden Markt. Verdienen lassen sich diese jedoch nur mit umfassender Expertise.

Rückzahlung. Bei Private Debt gebe es in der Regel allenfalls eine geringe Amortisierung. „Wenn die Debt Yield – also wie viel im Verhältnis zum Nettoeinkommen einer Immobilie an Kapitaldienst geleistet werden kann – zwischen etwa 8,5 und zehn Prozent liegt, dann besteht aus heutiger Sicht ein Refinanzierungs-Puffer“, so Züchner. Gerade bei neuen Objekten in sehr guten Lagen ist die Debt Yield aber viel geringer, bietet also weniger Puffer. „Diese Objekte fallen für Finanzierer mit hoher Margenanforderung raus.“ Was aber das Refinanzierungsrisiko vor allem senkt, ist die Verwendung des Kredits. „Man sollte sich nicht darauf verlassen, dass der Wert des Objekts von allein steigt oder wenigstens konstant bleibt. Wenn Finanzierungen für Modernisierungen, Renovierungen oder Fertigstellungen ausgereicht werden, entsteht eine zusätzliche Sicherheit. Solche Maßnahmen finanzieren wir gerne.“

Ein konkretes Beispiel des sich im Fundraising befindlichen Fonds: Aukera vergab eine Senior-Finanzierung von 15 Millionen Euro für den Erwerb und eine ESG-orientierte Modernisierung einer Büroimmobilie nahe Rotterdam. Darlehensnehmer ist der Entwickler Cero Invest. Zum Zeitpunkt der Finanzierung war die Immobilie zu etwa 80 Prozent vermietet. Laut Pressemitteilung vom November 2025 will Cero mit Investitionen in moderne Empfangsbereiche, Seminarräume, eine Cafeteria und Flächen für Fitness die Immobilie aufwerten und zukunftsfest machen. Als weiteres Beispiel erwähnt Züchner sogenannte Brückenfinanzierungen. „Es gibt zu 90 Prozent fertiggestellte Objekte mit bereits vereinbartem Miet- oder Pachtvertrag. Eine Bridge to Finalization dient dem Sponsor dann zur Fertigstellung dieser Immobilie. Für ihn und uns ist das eine Win-win-Situation: Wir schieben das Objekt gemeinsam über die Ziellinie, bringen somit den Knoten zum Platzen und der Wert der Immobilie springt nach oben.“ Zuvor habe der Gutachter in der Regel den Objektwert erheblich geringer angesetzt. Züchner: „Das Delta zwischen toter Baustelle und Fertigstellung – auch wenn diese absehbar erfolgt – kann sehr groß sein.“ Er ergänzt, dass es Banken aus regulatorischen Gründen schwerfalle, Developments vom „As-it-is-Wert“ hin zum stabilisierten Wert zu finanzieren, und dass solche Wertsteigerungen sehr dazu beitragen, sich von einem negativen Gesamtmarkt zu entkoppeln.


Bild: Aukera

Patrick Züchner und Aukera bauen die Bridge to Finalization – und überbrücken so das mitunter große Delta zwischen toter Baustelle und Fertigstellung.

Warum es – kurz vor der Ziellinie – neue Finanziers braucht, erläuterte kürzlich auch die Hanse-Merkur Grundvermögen (HMG) anlässlich der Auflage ihres neuen Real-Estate-Debt-Fonds. Laut Vorstand Malte Andes seien Immobilienfinanzierungen weiter von der Zinswende, gestiegenen Baukosten und einer selektiveren Kreditvergabe der Banken geprägt. „Viele Investitionen und Refinanzierungen scheitern derzeit nicht an der grundsätzlichen Qualität der Immobilien oder ihrer Standorte, sondern daran, dass bestehende Finanzierungsstrukturen nicht mehr zum veränderten Marktumfeld passen.“ Auch bei der HMG wurde übrigens das erste Darlehen für nachhaltige Optimierungen vergeben: Ein 40-Millionen-Euro-Green-Loan dient der Refinanzierung des Holiday Inn Express am Düsseldorfer Flughafen. Bei dem Darlehen handelt es sich um eine erstrangig besicherte Bestandsfinanzierung.

Erkennen lässt sich die mit Brückenfinanzierungen angeschobene Wertsteigerung am Loan to Value. Dieser liege laut Züchner zu Beginn bei bis zu 75 Prozent und nach Vollendung der Wertschöpfung idealerweise im unteren 60er-Bereich. In Rotterdam sank der Beleihungsauslauf entsprechend dem Businessplan bereits von knapp 75 auf deutlich unter 70 Prozent. „Jetzt steht noch die Kür an, also die Restfläche zu vermieten. Dann sind wir sehr optimistisch, auch im aktuellen Marktumfeld eine Refinanzierung hinzubekommen.“ Von dieser profitiert dann die Huk-Coburg, mitsamt der Marge von plus minus 400 Basispunkten. „Dass der Spread in einer Range von 350 bis 450 Bps über der Base Rate liegt, ist in der Regel im Crossover- beziehungsweise Sub-Investment-Grade-Bereich gegeben. Diese Risikoprämien bezahlt natürlich kein Kreditnehmer freiwillig und wenngleich es sich hierbei natürlich nicht um schlechte Kredite handelt, gibt es immer Gründe, warum der Kredit nicht von einer Bank für eine niedrigere Kreditmarge vergeben wird. Entsprechend erfordern diese Kredite sowohl bei Strukturierung als auch bei der laufenden Betreuung spezielles Expertenwissen, weshalb wir in diesem Segment mit externen Asset Managern zusammenarbeiten. Darum sind wir die Partnerschaft mit Aukera eingegangen“, erklärt Cosack. Hier externe Expertise zu nutzen, bezeichnet er entsprechend als „essenziell“ – auch wenn es sich um besicherte Senior-Positionen handelt. „Wir haben im letzten Zyklus gesehen, wie schnell Immobilienwerte vernichtet werden können.“ Dann erfolgt nicht nur im Eigenkapital, sondern auch in erstrangigen Finanzierungen ein Hair Cut auf die Position.

Das Fundraising für den Mehranlegerfonds erweist sich aber als zäh. Dem BF Compass lässt sich entnehmen, dass sich der Anteil der Asset Manager, die für das Fundraising einen Zeitraum von über 18 Monaten ansetzen, auf 40 Prozent verdoppelt hat. Das

Interesse der Versicherung, deren AuM sich auf über 43 Milliarden Euro belaufen, an einem Mehranlegerfonds liegt in der größeren Diversifikation. „Mit unserem Commitment könnten wir in einem Einzelmandat maximal fünf bis sechs Kreditpositionen aufbauen. Gerade für ein Debt-Portfolio wäre das eine zu geringe Anzahl“, so Cosack. „Andererseits haben wir hier kein fertiges Produkt ausgewählt, sondern können uns als Seed-Investor in die Fondskonstruktion und die Guidelines sowie als bislang einziges Mitglied im Anlageausschuss bei potenziellen Transaktionen einbringen.“ Bei einem klassischen Mehranlegerfonds eines großen Anbieters wäre die Diversifikation zwar größer, die Mitwirkungsmöglichkeiten und der Austausch aber geringer. Womöglich wäre zudem die Streuung aber auch so groß, dass der Manager nicht mehr jedes Risiko richtig bewerten und vor allem Problemfälle nicht mehr mit der nötigen Aufmerksamkeit angehen kann. Darauf zielt auch Cosacks zweites Argument gegen ein Fonds-Flaggschiff ab: „Mit Aukera besteht bereits ein jahrelanger, transparenter Austausch. Eine der wichtigsten Lessons des letzten Zyklus war, dass seitens des GPs neben Expertise auch ein guter Informationsfluss zu Projekten, Pipelines und Markt gegeben sein muss“, so Cosack. Im Extremfall führt zu geringe Transparenz zu bösen Überraschungen. „Ein Asset Manager, der Probleme so lange wie möglich verschweigt, ohne sie dabei zu lösen, ist alles andere als von Nutzen.“

Bezüglich der Ressourcen von kleinen und großen Asset Managern verweist Züchner auf seine damaligen Due-Diligence-Erfahrungen als ehemaliger Head of Real Estate der Gothaer: „Auch bei den großen Asset Managern sind es nur eine Handvoll an Mitarbeitern, die wirklich investmentbezogen am Objekt oder Darlehen aktiv arbeitet. Da muss sich Aukera nicht verstecken.“ Trotzdem seien die wenigen Real-Estate-Debt-Tickets, die in den vergangenen Monaten vergeben wurden, an die großen Adressen gegangen. Was diese neben ihrer Marke oder Closing-Sicherheit in die Waagschale werfen können, ist, regional stärker streuen zu können. „Als Darlehensgeber bin ich stark vom Rechtsraum und der jeweiligen Gesetzeslage abhängig. Man kann ein gutes Verständnis von beispielsweise Hotels oder der Entwicklung von Apartments haben. Die rechtlichen Unterschiede zwischen beispielsweise Österreich und den Niederlanden sind aber groß. Regionale Expertisen muss man sich erarbeiten.“ Rechtlich relativ homogen seien in sich die Regionen Benelux und DACH. Derzeit sei insbesondere Expertise für die Niederlande hilfreich. „Was die Transaktionshäufigkeit betrifft, sind die Niederlande Deutschland etwa sechs bis zwölf Monate voraus. Dort findet man bereits eher wieder zusammen.“

Wenn die Parteien auf den Immobilienmärkten auch einmal wieder auf breiterer Basis zusammenfinden, dann dürfte das für Käufer und Kreditgeber zu vorteilhafteren Konditionen erfolgen. Dann bewahrheitet sich, dass der Schmerz von heute die Chance von morgen ist! Und falls dieser Morgen schon im kommenden Jahr kommt, dann gilt nicht nur für die Sprach- sondern auch für die Finanzierungskünstler: Back in Heaven in 27!

#privatemarkets

Energiewende braucht (alle) Real Assets

Neue Perspektiven auf Prämien, Umsetzungen und Segmente

portfolio institutionell

Die Rubrik der Meinungsführer

Widerstandsfähigere Energieversorgung

Europa braucht mehr selbst erzeugte Energie. Geopolitische Schocks, volatile Preise und eine steigende Stromnachfrage haben die Energiesicherheit ebenso dringlich werden lassen wie den Klimaschutz. Die Abhängigkeit von Energieimporten macht die Region verwundbar. Wind- und Solarenergie sind ein Teil der Lösung. Sie benötigen jedoch leistungsfähigere Netze und Speicherkapazitäten. Gleichzeitig brauchen Sektoren, die sich nicht ohne Weiteres elektrifizieren lassen, andere Lösungen. Für Investoren eröffnen sich dadurch Chancen entlang des gesamten Energiesystems. Verkehr, Industrie und Wärmeversorgung haben unterschiedliche Anforderungen. Eine einzelne Lösung kann ihnen nicht allen gleichermaßen gerecht werden.



Biomethan ist dafür ein gutes Beispiel. Es kann so hergestellt werden, dass es im Wesentlichen die gleiche chemische Zusammensetzung wie Erdgas besitzt, bestehende Infrastruktur nutzen kann und landwirtschaftliche Reststoffe, Gülle und Bioabfälle in erneuerbare Energie sowie wertvolle Nebenprodukte umwandelt. Nachhaltige Biokraftstoffe spielen für den Luftverkehr eine wichtige Rolle. Nachhaltiger Flugkraftstoff (SAF) ist eine wichtige Option, um Emissionen dort zu reduzieren, wo Elektrifizierung schwerfällt.

Solche Lösungen adressieren kritische Energiebedarfe und bieten Potenzial für eine langfristige Nachfrage. Das ist für Infrastrukturinvestoren ein vielversprechender Ausgangspunkt, für sich genommen jedoch noch kein Investment Case. Entscheidend ist die Möglichkeit, dies mit klassischen Infrastrukturmerkmalen zu verbinden: essenzielle Anlagen, planbare Cashflows und attraktive risikobereinigte Renditen. Im Bereich Biokraftstoffe können beispielsweise Verträge zur Sicherung der Rohstoffversorgung sowie langfristige Abnahmevereinbarungen dazu beitragen, die Abhängigkeit von Rohstoff- und Marktschwankungen zu begrenzen. Dies verschafft Investoren eine höhere Transparenz hinsichtlich der künftigen Cashflows, anstatt die Renditen von schwankenden Preisen abhängig zu machen.

Dasselbe Prinzip gilt für die Strominfrastruktur. Europas Stromnetze wurden ursprünglich für große, zentralisierte Kraftwerke konzipiert. Heute müssen sie eine deutlich stärker verteilte und schwankende Erzeugung aus erneuerbaren Energien integrieren.

Der Ausbau zusätzlicher Erzeugungskapazitäten allein wird dieses Problem nicht lösen. Für ein verlässliches Energiesystem müssen sich Speicher und Netze parallel weiterentwickeln. Dafür braucht es geduldiges Kapital und fundierte Entscheidungen.

Chris Deves, Partner, Sosteneo Infrastructure Partners

Mehr als Immobilien plus Infrastruktur

Die Grenzen zwischen den Asset-Klassen Immobilien und Infrastruktur verschwimmen. Damit wächst nicht nur das Anlageuniversum. Es verändert sich auch, wie Investoren den Wert realer Vermögenswerte verstehen.

Die Entwicklung kommt aus beiden Richtungen. Klassische Immobilien werden zunehmend mit Infrastruktur verbunden. Bei Logistik-, Light-Industrial- und Industriestandorten sowie Quartieren gewinnen Energie, Wärme- und Kälteversorgung, Ladeinfrastruktur, digitale Infrastruktur und Mobilitätslösungen an Bedeutung.

Umgekehrt investiert Infrastrukturkapital zunehmend in betriebsgeprägte Bereiche wie Teile von Living oder Healthcare, bei denen neben dem Gebäude auch Betreiberstrukturen und operative Cashflows relevant sind. Rechenzentren zeigen diese Konvergenz besonders deutlich. Grundstück und Gebäude machen nur einen Teil ihres Werts aus. Netzanschluss, verfügbare Leistung und digitale Konnektivität sind mindestens ebenso entscheidend. Energieverfügbarkeit wird damit zunehmend Teil der Lagequalität.



Für Investoren erweitert sich so die Wertschöpfung rund um das Asset. Neben Gebäude und Mieteinnahmen treten Infrastruktur, Versorgung, Betrieb und zusätzliche Erlösquellen. Das Asset oder Quartier kann so zum Ausgangspunkt einer breiteren Wertschöpfungsplattform werden. Hier liegt der Kern der Entwicklung hin zu Real Assets.

Ein neuer Sammelbegriff für bekannte Anlageklassen allein schafft noch keinen Mehrwert. Es kommt darauf an, die Wertschöpfung am Asset neu zu denken. Gefragt wird, welche langfristigen Cashflows ein reales Asset erzeugt und wie sie sich verbinden lassen. Für Deutschland ist das besonders relevant. Die regulatorischen Voraussetzungen für institutionelle Infrastrukturinvestitionen haben sich verbessert. Kapital ist vorhanden, der Infrastrukturbedarf enorm. Diese Öffnung allein schafft aber noch keine Investmentprodukte. Projekte und Plattformen müssen institutionellen Anforderungen an Skalierbarkeit, Risiko und Rendite genügen. Dafür braucht es verlässliche Erlösmodelle und eine klare Risikoverteilung.

Real Assets entstehen deshalb durch neue Wertschöpfung, nicht durch ein neues Etikett. Die Chance liegt darin, Immobilien, Infrastruktur und Betrieb zusammenzudenken und daraus investierbare Produkte zu machen.

Dr. Manuel Indlekofer ist Partner bei DLA Piper in München

In Asiens Energiewende investieren

Als sich im Frühjahr 2026 eine schmale Meerenge zwischen Iran und Oman für den Welthandel schloss, wurde in Süd- und Südostasien Energie rationiert. Dabei wächst der Strombedarf nirgendwo so rasant wie in den Emerging Markets, dem Motor des weltweiten Wirtschaftswachstums. Dieser benötigt Strom. Die Kapazität dafür fehlt aber vielerorts noch. Idealerweise wird der Strom aus Quellen und Lieferketten bezogen, die keine Meerenge passieren müssen: Sonne und Wind. Mit den Anlagen wächst eine ganze Industrie heran, von der Solarzelle bis zum Stromkabel.



Wie das konkret aussieht, zeigt Indien. Das Land peilt bis 2030 eine nichtfossile Leistung von 500 GW an. Um Geldgeber für Solar- und Windparks muss sich dort niemand sorgen. Eine Stufe tiefer sieht es anders aus. Indien kann rund 262 GW Solarmodule im Jahr fertigen, aber nur jedes siebte davon mit eigenen Zellen bestücken. Das will die Regierung ändern und lockt mit Förderprogrammen und Local-Content-Pflichten.

Für Private Equity öffnet sich damit ein Feld, das vielen Portfolios noch fehlt. Es reicht von Solarzellen und Wechselrichtern über Transformatoren und Kabel bis zu Batteriespeichern. Dahinter stecken oft profitable, nach Wachstumskapital suchende Mittelständler. Für Venture Capital sind sie zu etabliert, für große Buyout-Fonds zu klein, und ihre Gründerfamilien geben ihre Unternehmen ungern vollständig aus der Hand.

Genau hier setzen Growth-Manager an. Laut Bain stiegen die PE-Investitionen in Industrie und Fertigung 2025 um mehr als die Hälfte, getragen von neuen Lieferketten, staatlicher Förderung und Plattformen für die Energiewende. Besonders gefragt sind mittelgroße Unternehmen mit moderater Bewertung und Spielraum für Zukäufe. Auf dieser Basis entstehen durch gezielte Zukäufe regionale oder entlang der Lieferkette integrierte Plattformen, die die kritische Größe für den (öffentlichen) Kapitalmarkt erreichen. Und der Exit? Die Börse bleibt laut Bain mit rund 40 Prozent des Exit-Werts Indiens wichtigster Weg zur Liquidität, und in 2026 boomt sie. Im September wagten so viele Unternehmen den IPO wie in keinem Monat seit 30 Jahren, im Median 31-fach überzeichnet.

Damit in Asien bei der nächsten Schließung der Straße von Hormus die Aufzüge weiterlaufen, braucht es also mehr als Solarparks. Es braucht den Mittelstand, der sie ausstattet, und Investoren mit Zugang zu erfahrenen lokalen Managern. Wer hier investiert, finanziert nicht die Energiewende von gestern, sondern die Industrie von morgen, mit attraktiven Renditechancen.

Konstantin Böhm, Investment Management, DEG Impact

Intention der Private-Markets-Rubrik

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

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

Mit freundlicher Unterstützung von:

sosteneo
Part of GENERALI INVESTMENTS

KFW DEG Impact

Die Musterschüler

Von Jochen Hägele

Hohe Staatsverschuldung und schwache institutionelle Rahmenbedingungen galten lange als Charakteristika der Schwellenländer. Doch seit die Welt der Industriestaaten zunehmend aus den Fugen gerät, ändert sich die Wahrnehmung: Die Emerging Markets zeigen plötzlich Stärke, und ihre Anleihen sind nicht mehr nur Renditebringer, sondern ein potenzieller Stabilitätsanker.

Buy-and-Hold-Investoren mögen sich zunächst einmal über das Renditeniveau bei hochwertigen Euro-Staatsanleihen freuen. Doch hinter der Fassade sieht es weniger rosig aus, treiben doch unter anderem die steigende Staatsverschuldung und langfristige Stabilitätssorgen die Renditen in Europa wie den USA nach oben. Und noch etwas fällt auf: Schwellenländeranleihen haben die höheren Zinsen bislang gut weggesteckt, und ihre Risikoaufschläge sind stabil geblieben. Dahinter steht auch eine veränderte Sichtweise vieler Investoren auf Schwellenländer und die Rolle, die sie im Portfolio einnehmen: Stabilität und Diversifikation treten stärker in den Vordergrund.

Lange funktionierten Emerging-Markets-Anlagen wie ein Hebel auf die Weltkonjunktur. War der globale Aufschwung intakt, lieferten sie starke Erträge, bei wirtschaftlichen Schocks, steigenden US-Zinsen oder einem stärkeren Dollar zogen Anleger Kapital ab. Die Risikoaufschläge am Anleihenmarkt stiegen steil an, die Konjunktur brach ein. Diese Logik gilt nur noch teilweise. Bereits nach dem Liberation Day im April 2025 zeigte sich, dass der Dollar nicht zwangsläufig der sichere Hafen ist. Und auch 2026 behaupteten sich die Märkte trotz Irankriegs und Ölpreisschocks: „Der Iran-Krieg war der erste große Ölpreisschock, der keinen flächendeckenden Ausverkauf an den Schwellenländermärkten auslöste“, konstatiert Ludovic Subran, Anlagechef der Allianz-Gruppe.

Mit Schwellenländern eröffnen sich Anleger Zugang zu den Märkten, in denen der Großteil des künftigen Wirtschaftswachstums stattfindet. In der Vergangenheit wurde der Weg dahin immer wieder von Krisen mit teils massiven Ansteckungseffekten begleitet. Jetzt scheint es so, als seien die Märkte in der Zukunft angekommen. Zwar gab es auch in den letzten Jahren isolierte Staatspleiten wie in Sri Lanka 2022, aber Ansteckungseffekte blieben aus. Auch die durchschnittlichen Ratings der wichtigsten Schwellenländer haben sich in den vergangenen Jahren deutlich verbessert. „Die Verbesserung der Kreditqualität dürfte sich in den kommenden Jahren fortsetzen“, erwartet Thomas Haugaard, Portfoliomanager für EM-Staatsanleihen in Hartwährungen bei Janus Henderson. Bei den Industriestaaten geht es dagegen in die andere Richtung. Bereits vor Jahren haben die USA ihr AAA-Rating bei S&P und später auch bei Fitch verloren. Und selbst in Deutschland machten vor Kurzem Spekulationen um die Zukunft des AAA-Ratings die Runde. Zudem legte bereits die Euro-Schuldenkrise ab 2010 offen, dass Staatsanleihen aus Industriestaaten nicht automatisch frei von Kreditrisiken sind. Die jüngste Spread-Ausweitung französischer Staatsanleihen ist eine Erinnerung daran.

Profiteure der neuen Weltordnung

Zur Stärke der Schwellenländer tragen auch die Schwächen der Industrienationen bei. Besonders die Rolle des US-Dollars als wichtigste internationale Reserve- und Finanzierungswährung verändert sich rasant. Die Auflösung der etablierten Ordnung, die

erratische Wirtschafts- und Handelspolitik der US-Regierung sowie die rasant steigende US-Staatsverschuldung stellen seine traditionelle Rolle zunehmend infrage. Viele Schwellenländer profitieren zudem von den geopolitischen Verschiebungen. Das gilt besonders für jene Länder, die bei wichtigen Rohstoffen, Industriegütern oder als Standort strategische Bedeutung besitzen. Schwellenländer gewinnen als alternative Produktionsstandorte, Rohstofflieferanten und logistische Drehscheiben an Bedeutung. „Nicht die Großmächte selbst, sondern umworbene Schwellenländer rücken in den Fokus“, sagt Dorothea Fröhlich von Fisch Asset Management. Wo geopolitische Interessen aufeinandertreffen, entstehen neue Chancen, so Fröhlich.

Neue Unabhängigkeit

Eine entscheidende Rolle spielt auch die Stärkung der lokalen Kapitalmärkte. Gerade die Abhängigkeit von ausländischem Kapital über Hartwährungskredite war lange die Achillesferse vieler Länder. Wenn der Dollar wegen hoher Zinsen oder der Flucht in die Sicherheit aufwertete, stieg die Schuldenlast in der heimischen Währung unmittelbar an. Inzwischen haben viele Schwellenländer lokale Anleihemärkte aufgebaut und finanzieren sich überwiegend in ihrer eigenen Währung. Tiefere lokale Finanzmärkte und eine heimische Investorenbasis verringern die Abhängigkeit vom US-Dollar und damit von der US-Geldpolitik und machen die Staatsfinanzen unempfindlicher gegenüber externen Schocks. Der Anteil von Hartwährungen an der Gesamtverschuldung ist in großen Schwellenländern wie Brasilien oder Mexiko in den vergangenen Jahren um rund 20 bis 40 Prozentpunkte gesunken, erklärt Allianz-Gruppen-CIO Subran. So lautet ein großer Teil der brasilianischen Staatsschulden inzwischen auf Real. Mexiko verfügt mit den Bonos M über einen liquiden Markt für Staatsanleihen in mexikanischen Pesos, während Indien seinen Staatshaushalt traditionell weitgehend am heimischen Markt finanziert. Möglich wird das auch, weil nationale und internationale Investoren bereit sind, in den jeweiligen Lokalwährungen zu investieren.

Die Trennlinie wird unscharf

Überhaupt könnte die strikte Differenzierung von Schwellenländern und Industriestaaten ein Auslaufmodell sein. Traditionell stehen Industriestaaten im Gegensatz zu Schwellenländern für verlässliche Institutionen, berechenbare politische Entscheidungen und stabile rechtliche Rahmenbedingungen. Doch die Trennlinie verwischt sich zusehends, so Allianz-CIO Subran: „Diese Hypothese wird durch die zunehmende Fragmentierung der Weltwirtschaft auf die Probe gestellt.“ Die Glaubwürdigkeit der Industrieländer schwindet von innen, während die globale Ordnung, die Anlagen in Industrieländern traditionell begünstigt hat, von außen neu gestaltet wird, so Subran. Auch Janus-Henderson-Portfoliomanager Haugaard sieht die Welt in einer Übergangsphase, in der das Vertrauen in den US-Dollar zunehmend ausgehöhlt wird.

Das hat auch Auswirkungen auf Anlageüberlegungen: „Anleger diversifizieren ihre Portfolios zunehmend weg von US-zentrierten Risiken“, sagt Haugaard. Ihre Sicht auf die Anlageklasse verändert sich deutlich. Früher waren Schwellenländeranleihen eine zusätzliche und meist prozyklische Renditequelle. Zunehmend rücken nun andere Aspekte in den Vordergrund, allen voran die Diversifikation angesichts besserer Schuldentrends und Wachstumsperspektiven. „Anleger suchen eine echte Makro-Diversifikation“, sagt Haugaard. Die finden sie immer öfter in Schwellenländeranleihen.

Der Anleihenmarkt der Schwellenländer bietet heute ein rund 20 Billionen US-Dollar schweres Spektrum von Staats- und Unternehmensanleihen in unterschiedlichen Hartwährungen bis zu Lokalwährungsanleihen. Der Markt für Bundesanleihen umfasst dagegen ungefähr 2,1 Billionen Euro, der gesamte Markt für IG-Euro-Unternehmensanleihen etwa drei Billionen Euro. Innerhalb der EM-Anlagen sind Lokalwährungsanleihen mit rund 15,6 Billionen US-Dollar das Schwergewicht. EM-Unternehmensanleihen stehen für etwa 2,6 Billionen US-Dollar, staatliche Hartwährungsanleihen kommen auf rund 1,8 Billionen US-Dollar. Der Hartwährungsmarkt ist damit volumenmäßig der kleinste Markt, doch auch er hat sich deutlich entwickelt. In den frühen 1990er-Jahren entfielen noch mehr als 80 Prozent auf die vier Länder Argentinien, Brasilien, Mexiko und Russland. Heute umfasst der JPMorgan Emerging Market Bond Index (EMBI) 68 Länder mit einem durchschnittlichen Rating von BB+. Die größten Emittenten sind Saudi-Arabien und Mexiko mit jeweils rund 6,3 Prozent Indexgewicht, gefolgt von der Türkei mit 4,8 Prozent, Indonesien mit 4,3 Prozent und Brasilien mit 3,8 Prozent.

Präferenz für Hartwährungsanleihen

Während Stiftungen und Family Offices häufig offener für Lokalwährungsanleihen sind, dominieren in den Portfolios regulierter Anleger nach wie vor Hartwährungsanleihen. Euro-Anleihen von Emittenten aus OECD-Staaten mit Investment-Grade-Rating kommen teilweise auch für den Direktbestand infrage. Bei Fondsanlagen gilt das Durchschauprinzip. Hartwährungsanleihen mit Investment-Grade-Rating können bei Erfüllung der regulatorischen Voraussetzungen den regulären Anlagequoten zugeordnet werden. Für High-Yield-Anleihen gelten dagegen besondere Anforderungen hinsichtlich der Zuordnung zu den regulären Anlagequoten oder zur Öffnungsklausel.

Dollaranleihen bieten zwar teils mehr Auswahl und Liquidität, eine Währungssicherung kostet aber langfristig einen Teil des potenziellen Mehrertrags. Daher bevorzugen regulierte deutsche Anleger oft eurodenominierte Anleihen. Dabei kommt ihnen zugute, dass der Euro als Emissionswährung an Bedeutung gewinnt. Nach Daten von JP Morgan erreichten die Euro-Emissionen von Schwellenländern 2025 rund 79 Milliarden US-Dollar, nach 19 Milliarden US-Dollar im Jahr 2022. Der Anteil des Euros an den Emissionen in

US-Dollar und Euro dürfte 2026 rund ein Drittel erreichen, nachdem er 2022 noch bei etwa 19 Prozent gelegen hatte. Für die Zunahme gibt es mehrere Gründe: Zum einen wollen viele Staaten ihre Finanzierungsquellen verbreitern und ihre Abhängigkeit von der US-Währung sowie den US-Zinsen reduzieren. Zugleich ist das Zinsniveau in Europa niedriger als in den USA, was Euro-Emissionen für Schuldner attraktiver macht. Für europäische institutionelle Anleger erleichtert das den Zugang zu der Anlageklasse.

Carry statt Kursfantasie

Die Kehrseite des Erfolgs ist, dass die Risikoprämien im Hartwährungssegment weit geschrumpft sind: „Die Spreads liegen sowohl bei Anleihen mit Investment-Grade-Rating als auch im Hochzinssegment nahe ihrer historischen Tiefststände“, so Grant Webster, Co-Leiter für EM-Staatsanleihen und Währungen beim Asset Manager Ninety One. Der Spielraum für zusätzliche Kursgewinne durch schrumpfende Risikoaufschläge ist damit begrenzt. Webster geht davon aus, dass der laufende Zinsertrag, der sogenannte Carry, auf absehbare Zeit der wichtigste Renditetreiber für EM-Hartwährungsanleihen bleiben wird. Zusätzliche Kursgewinne erwartet er eher selektiv, etwa wenn sich die Kreditqualität einzelner Staaten verbessert und Rating-Hochstufungen folgen. „Die Gesamtrendite bis zur Fälligkeit ist im EMBI-Index mit 7,2 Prozent attraktiv“, so Webster. Das biete eine solide Basis, selbst wenn sich die Spreads seitwärts bewegen.

Viele Anleger betrachten EM-Hartwährungsanleihen auch als Alternative oder Ergänzung zu IG-Unternehmensanleihen. Daher unterscheidet Ninety-One-Portfoliomanager Webster beim EMBIG-Index zwischen dem IG- und dem HY-Teil. Für EM Investment Grade lag der Spread zuletzt mit 102 Basispunkten etwas höher als beim ICE BofA Global Corporate Index mit 86 Basispunkten. Der Aufschlag werde aber mit zusätzlichem Kreditrisiko und höherer Duration erkauft, so Webster. Denn das durchschnittliche Rating im IG-Teil des EMBIG liegt mit BBB+ etwa eine Stufe unter dem des BofA-Index mit A-, während die durchschnittliche Restlaufzeit des EM-Index mit rund elf Jahren deutlich länger ist als die des IG-Credit-Index mit etwa acht. Die Mehrrendite des breiten EMBIG-Index liefert also vor allem das EM-Hochzinssegment.

EM-Credit: Qualität zu besseren Zinsen

Innerhalb der EM-Hartwährungsanleihen sind in den vergangenen Jahren zunehmend die Unternehmensanleihen als eigenständige Anlageklasse aufgekommen. Der Markt ist erst im Jahr 2002 entstanden, umfasst aber bereits rund 750 Emittenten aus 68 Ländern. Neben den Diversifikationsvorteilen zeichnen sich EM-Unternehmensanleihen durch solide Fundamentaldaten aus. Im Durchschnitt weisen die Emittenten niedrigere Verschuldungsquoten und konservativere Bilanzen auf als ihre Pendants in den Industrieländern, erklärt Thomas Timmermann, Fondsmanager bei DPAM. Trotz dieser soliden Kreditprofile bieten EM-Unternehmensanleihen weiterhin einen attraktiven Renditeaufschlag gegenüber vergleichbaren Emittenten aus den Industrieländern. Dieser Aufschlag ist nach Meinung von Timmermann häufig eher auf die allgemeine Wahrnehmung der Schwellenländer durch Investoren als auf unternehmensspezifische Risiken zurückzuführen. „Dadurch ergeben sich Möglichkeiten, zusätzliche Erträge zu erzielen, ohne zwangsläufig Abstriche bei der Kreditqualität machen zu müssen.“ Für ihn steht fest: „In einer Welt, in der viele traditionelle Rentenmärkte zunehmend ausgelastet und effizient erscheinen, gehören EM-Unternehmensanleihen zu den wenigen Segmenten, die Diversifikation, Qualität und Rendite in einer einzigen Allokation vereinen können.“

Frontiermärkte: die nächste Stufe der Konvergenz

Innerhalb der Schwellenländer tut sich zudem eine weitere Grenze auf. Während am oberen Ende des Spektrums immer mehr Länder an die Industriestaaten heranrücken, kommen am unteren Ende des Spektrums fortlaufend neue Länder hinzu. Jüngster Neuzugang war vor wenigen Monaten die Demokratische Republik Kongo mit einem ersten Hartwährungsbond.

Viele der Frontiermärkte von heute ähneln den Schwellenländern Anfang der 2000er-Jahre: Die wachstumsstarken Volkswirtschaften bieten Potenzial für attraktive risikoadjustierte Renditen. Hier ist die Liquidität meist geringer, das politische und wirtschaftliche Risiko höher, während die Informationsasymmetrien größere Chancen auf Outperformance und Konvergenzerträge bieten. Doch diese Märkte weisen auch noch die typischen Charakteristika der frühen Schwellenländer auf: So kam es 2022 zu einem abrupten Stopp der Kapitalzuflüsse ausländischer Investoren in mehrere Frontierstaaten. Aber auch die Frontiermärkte stärken langfristig ihre wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen und ihre Fundamentaldaten. Die Konsolidierung der Staatsfinanzen fiel vielfach deutlicher aus als in anderen Märkten für Staatsanleihen. In weiten Teilen des Segments haben sich zudem die Leistungsbilanzsalden verbessert und die Devisenreserven erhöht.

Blick voraus

Während Schwellenländer ihre Aufholjagd fortsetzen und die Industriestaaten zurückfallen, entwickeln sich die Anlagemöglichkeiten weiter. Manager setzen zunehmend auf gemischte Ansätze, die die traditionellen Indizes durchbrechen und aktiv zwischen Staats- und Unternehmensanleihen, Frontiermärkten und teils auch Lokalwährungsanleihen allokieren. Je mehr die Trennlinie von Schwellen- und Industrieländern verwischt, umso eher könnte die Unterteilung infrage gestellt werden und neue Wege für Investoren eröffnen. Die Unterschiede innerhalb beider Gruppen würden für die Anlageentscheidung damit wichtiger als die pauschale Unterscheidung nach Schwellen- und Industrieländern.



Mikroapartments im Portfolio: Warum gerade jetzt?

Investments in ein Segment, das Marktzyklen standhält

„Dauerhaft hohe Auslastungsquoten und steigende Mieten zeigen, dass Mikrowohnen längst kein Nischenprodukt mehr ist, sondern ein nachhaltig stabilisierender Baustein eines institutionellen Portfolios sein kann.“



Kerstin Struckmann
Global Head of Product Management Institutional Clients, Commerz Real AG

COMMERZ REAL

Herkömmliche Wohnimmobilien stehen unter Druck: Die Zinswende hat viele Kalkulationen über den Haufen geworfen, während gleichzeitig Bau- und Finanzierungskosten auf hohem Niveau verharren. Parallel steigt der politische und gesellschaftliche Druck, ausreichend bezahlbaren Wohnraum zu schaffen. Doch welche Wohnform verbindet Renditepotenzial mit gesellschaftlicher Relevanz und bleibt auch im sich verändernden Marktumfeld tragfähig?

Strukturelle Nachfrage

Die Antwort fällt „kleiner“ aus als vermutet: Mikrowohnen kann genau dies leisten und ist daher zurück auf der Agenda institutioneller Anleger. Das Segment hat seine Resilienz bereits mehrfach unter Beweis gestellt und profitiert von langfristigen und strukturellen Entwicklungen: Urbanisierung, steigende Mobilität, demografischer Wandel und der Trend zu kleineren Haushalten. Diese sorgen für eine dauerhaft hohe Nachfrage nach kompakten, funktionalen Wohnformen in zentralen Lagen. Mikroapartments liefern genau das: durchdachte Flächen mit hoher Funktionalität und geografischer Nähe zu Arbeits- und Bildungsstandorten.

Nach einem Auf und Ab von dynamischer Expansion, gefolgt von Pandemie, Baukostenanstieg und Zinswende, zeigt sich der Markt erneut erstaunlich stabil. Hohe Auslastungsquoten von 95,6 Prozent bei zugleich steigenden All-in-Mieten unterstreichen, dass Mikrowohnen längst kein Nischenprodukt mehr ist, sondern einen nachhaltig wachsenden Bedarf adressiert. Zudem haben professionelle Betreiberstrukturen, standardisierte Abläufe und spezialisierte Fondsvehikel das Segment in den vergangenen Jahren professionalisiert und für institutionelle Investoren geöffnet. Die breite Bewohnerschaft, weit über Studierende hinaus, sorgt für eine stabile Nachfrage und glättet konjunkturelle Schwankungen.

Planbarkeit und Steuerbarkeit entscheidend

Für institutionelle Anleger ist dabei nicht nur die Ertragsseite entscheidend. Während viele alternative Anlagen zusätzliche Governance-Kapazitäten binden, fügt sich Mikrowohnen nahtlos in bestehende Prozesse ein. Das Investment ist greifbar und lässt sich – zum Beispiel in Fondsstrukturen mit etabliertem Reporting und Risikomanagement – verantwortungsvoll steuern. Planbare Cashflows entstehen so ohne zusätzliche organisatorische Bürden.

Nach Jahren vorsichtiger Transaktionsmärkte sortiert sich der Immobiliensektor neu. Kapital agiert selektiver, und die Aufmerksamkeit richtet sich wieder auf tragfähige Konzepte mit stabilen Ertragsprofilen. Mikrowohnen zählt hier eindeutig dazu. Es ergänzt den klassischen Wohnungsbau dort, wo bisherige Modelle an ihre Grenzen stoßen, und verbindet wirtschaftlichen Profit mit gesellschaftlichem Nutzen. ■

Das große Fressen

Von Jochen Hägele

Ob Hugo Boss, Commerzbank oder Evonik – Firmenübernahmen schaffen Gelegenheiten, die Merger-Arbitrage-Manager zielsicher ausnutzen. Anlegern bieten diese überwiegend marktneutralen Strategien eine interessante und unkorrelierte Rendite.

Die besten Wirtschaftskrimis liefern immer wieder die großen Übernahmeschlachten. Unvergessen ist etwa der Griff von Porsche nach dem viel größeren VW-Konzern 2009, der damit endete, dass Volkswagen den Zuffenhausener Sportwagenhersteller schluckte. Oder der Kauf des deutschen Mobilfunkanbieters Mannesmann durch Vodafone im Jahr 2000, der als größte feindliche Firmenübernahme der deutschen Börsengeschichte gilt. Auch die jahrelange Jagd der Unicredit auf die Commerzbank sorgt mit ihren zahlreichen Windungen immer wieder für Schlagzeilen. Solche Übernahmen sind der Stoff, aus dem spezialisierte Merger-Arbitrage-Fonds Rendite machen.

Legt der Kaufinteressent erst einmal ein Übernahmeangebot auf den Tisch, dann schießt der Aktienkurs des Übernahmekandidaten meist rasch in Richtung des Angebotspreises, er erreicht ihn aber nur in den seltensten Fällen. Der sich so öffnende Merger Spread zwischen Markt- und Angebotspreis spiegelt die vom Markt eingeschätzten Risiken und die erwartete Rendite und Zeit bis zum Vollzug wider. Denn immerhin zehn bis 20 Prozent der angekündigten Börsenübernahmen scheitern. Dieser Spread ist zugleich das Manövrierfeld der auf solche Situationen spezialisierten Merger-Arbitrage-Manager. Sie kaufen die Zielaktie und sichern je nach Deal-Struktur bestehende Risiken ab. Die Absicherung wird komplexer, wenn etwa statt eines Barangebots ein Aktientauschangebot unterbreitet wird und Aktienmarktrisiken berücksichtigt werden müssen. Neben physischen Aktien nutzen Manager ein breites Instrumentarium an Optionen, Swaps, Futures, Contracts for Difference (CFD) und Credit Default Swaps (CDS). „Konkret geht es darum, Ineffizienzen in den Kursen der an einer Übernahme beteiligten Unternehmen auszunutzen“, erklärt Sebastian Wenz, Senior-Portfoliomanager beim Vermögensverwalter First Private.

Komplexe Situationen

Übernahmen sind oft diffizile und langwierige Prozess und dauern mit Bewertungen und Gerichtsentscheidungen oft Jahre. In dieser Zeit ergeben sich für spezialisierte Manager immer wieder Gelegenheiten, in Deals ein- und aus ihnen auszusteigen. Eine fundierte und fortlaufende Bewertung aller Rahmenbedingungen und konsequente Absicherungen gegen das Restrisiko eines Scheiterns sind dabei elementar. Es kann aber auch zu Nachbesserungen kommen oder zu einem Bieterwettstreit, bei dem der Angebotspreis immer höher geschraubt wird.

Wenn ein konkretes Angebot vorliegt, spricht man von harten Katalysatoren. Einige Event-Driven-Strategien nutzen aber auch ergänzend oder ausschließlich weiche Katalysatoren. Das sind Unternehmensereignisse, die erwartet werden, deren genauer Zeitpunkt und Details aber noch nicht feststehen. Das können etwa Managementwechsel sein, Kapitalerhöhungen, Abspaltungen von Unternehmensteilen, Restrukturierungen oder Änderungen der Firmen- und Produktstrategie. Dabei werden zunehmend quantitative Modelle eingesetzt. Ein umfassendes, datenbasiertes Modell nutzt etwa First Private, um auf Basis Tausender historischer

Transaktionen Muster und Wahrscheinlichkeiten für aktuelle Übernahmeprozesse zu ermitteln. KI-Modelle identifizieren dabei Wahrscheinlichkeiten für das Closing, das Timing und mögliche Spread-Veränderungen. Dadurch werden Einstiegs-, Positions- und Ausstiegsentscheidungen systematisch und faktenbasiert getroffen. Die Trefferquote lag nach Firmenangaben 2025 bei 98,5 Prozent. Für Aufmerksamkeit sorgte First Private vergangenes Jahr, als die Firma ein Mandat „eines der weltweit größten Staatsfonds" an Land zog. Bei dem Portable-Alpha-Mandat wird die Merger-Arbitrage-Strategie auf eine S&P-500-Indexreplikation aufgesetzt.

Die reinen Merger-Arbitrage-Ansätze funktionieren marktneutral. Typischerweise weisen sie eine niedrige bis moderate Volatilität, einen vergleichsweise geringen Tracking Error und eine geringe Korrelation zu traditionellen Aktien- und Anleihemärkten auf. Richard Zellmann, Geschäftsführer von FP Investment Partners, sieht zwei grundsätzliche Wege, um Merger Arbitrage in die Aufstellung eines institutionellen Portfolios zu integrieren. Klassischerweise geschieht das als Absolute-Return- oder Liquid-Alternatives-Beimischung, interessant sei der Ansatz aber auch als Ersatz oder als Beimischung für die Credit-Allokation. Dazu Zellmann: „Es lässt sich zeigen, dass die M&A-Prämie mittel- und langfristig nicht nur stabiler und weniger anfällig ist als der Credit-Spread, sondern auch weitgehend zinsunabhängig und – entscheidend – letztlich auch im VAG-Reporting vergleichbar zu Anleihen einsortiert werden kann." Zellmann berichtet von einem deutlich wachsenden Interesse auch bei deutschen Institutionellen.

Das Risiko-Rendite-Profil und die geringe Korrelation mit traditionellen Anlageklassen wie Aktien und Anleihen sieht auch Carl Dunning Gribble, Leiter Investor Relations beim französischen Asset Manager Syquant Capital, als wichtige Argumente für die Strategien. Das Merger-Arbitrage-Portfolio umfasst bei Syquant im Durchschnitt 40 bis 60 laufende Transaktionen. Dabei werden Positionen nach und nach aufgebaut: Jüngere Transaktionen mit längeren Laufzeiten und einem höheren Risikoprofil werden tendenziell zunächst geringer gewichtet und dann schrittweise erhöht.

Höhere Gewichtungen erhalten die Transaktionen, von denen das Team besonders überzeugt ist und die sich bereits in einem fortgeschrittenen Stadium befinden („Late-Stage Deals"). Dabei profitieren die Fonds auch von der gegenseitigen Unabhängigkeit der einzelnen Übernahmen: „Die geringe Korrelation zwischen den einzelnen M&A-Transaktionen trägt dazu bei, das transaktionsspezifische Risiko innerhalb eines breit diversifizierten Portfolios zu begrenzen", sagt Gribble.

Allerdings bleibt die Absicherung entscheidend: Bei erfolgreichen Deals wird in der Regel ein relativ begrenzter Spread vereinnahmt. Scheitert eine Übernahme, kann die Zielaktie dagegen stark fallen. Die Verlusthöhe kann die Gewinne vieler erfolgreicher Transaktionen aufzehren und muss deshalb abgesichert werden.

Mehr Transaktionen bedeuten grundsätzlich mehr Möglichkeiten für die Fonds. Trotzdem hängt die Rendite der Strategien nicht nur von der Zahl der Übernahmen ab. Das zeigte sich in den vergangenen Jahren, als die Transaktionsvolumina deutlich zurückgingen. Die Unsicherheit, die regulatorische Komplexität sowie die längeren durchschnittlichen Zeitspannen bis zum Abschluss der M&A-Deals führten aber dazu, dass die Spreads und damit das Renditepotenzial stiegen. Bertrand Dardenne, Leiter Merger Arbitrage bei Candriam, sagt: „In Phasen makroökonomischer Unsicherheit, geopolitischer Spannungen und regulatorischer Komplexität weiten sich die Spreads häufig aus, da die Märkte höhere Transaktionsrisiken einpreisen." Auch die gestiegenen Zinsen können positiv wirken: Sie können zum einen über die höheren Finanzierungskosten zu einem höheren Merger-Spread beitragen, zum anderen steigt die Verzinsung des hinterlegten Collaterals für die Derivatestrategien der Manager.

In Deutschland sind die bislang angekündigten Übernahmen gelisteter Firmen in diesem Jahr überschaubar, doch allein die Größenordnung des Commerzbank-Angebots lässt das potenzielle Volumen steigen. Die Commerzbank bleibt für Merger-Arbitrage-Strategien ein interessanter Fall, heißt es bei Managern. Das im Mai gestartete Umtauschangebot von Unicredit enthielt keine nennenswerte Prämie und wurde von Vorstand, Aufsichtsrat und Bundesregierung abgelehnt. Dass Unicredit das öffentliche Angebot gegen den Willen der Zielgesellschaft unterbreitete, machte es zu einem feindlichen Angebot. Nach Ablauf der Frist Anfang Juli kommt Unicredit inklusive Derivaten rechnerisch auf rund 47,6 Prozent des Kapitals, der Vollzug steht aber noch unter dem Vorbehalt behördlicher Freigaben, unter anderem durch EZB und EU-Kommission. Inzwischen führen beide Banken Gespräche. Dass die Aktie zuletzt erneut über dem rechnerischen Wert des Umtauschverhältnisses notierte, deutet für First-Private-Experte Wenz darauf hin, dass Marktteilnehmer mit einem erhöhten Angebot an die verbliebenen Aktionäre rechnen – und das würde wohl wieder interessante Einstiegsmöglichkeiten eröffnen.

Noch in einem frühen Stadium sind dagegen die Übernahmepläne von BASF für Evonik. Ein offizielles Angebot an die Aktionäre liegt bislang nicht vor. Einen ersten, unverbindlichen Vorschlag von 22,15 Euro je Aktie hat Evonik Medienberichten zufolge als zu niedrig abgelehnt. Für klassische Merger-Arbitrage-Strategien mit harten Katalysatoren wird die Transaktion erst investierbar, wenn ein offizielles Angebot vorliegt. Wenn es so weit ist, dürften der finale Angebotspreis und die Abschlusswahrscheinlichkeit den Merger Spread bestimmen. Das könnte für Merger-Arbitrage-Strategien durchaus attraktives Potenzial bereithalten.

Blackrock-Merger-Arbitrage-Experte Mark McKenna erklärte noch vor Kurzem, die Perspektive vieler Firmenchefs sei „jetzt oder nie" für strategische Transaktionen. Es könnten also noch einige spannende Übernahmeschlachten in der Pipeline sein.

Zirkuläre KI-Finanzierung kann Klumpenrisiken verdecken

Von Jens Kummer

Wer in Künstliche Intelligenz investiert, kann dasselbe wirtschaftliche Risiko an mehreren Stellen im Portfolio eingehen. Besonders schwer zu erkennen ist das, wenn Unternehmen ihre Kunden finanzieren und deren Ausgaben anschließend als Umsatz verbuchen. Für institutionelle Anleger reicht der Blick auf einzelne Fonds oder Anlageklassen deshalb nicht aus.

Ein Cloud-Anbieter beteiligt sich an einem Unternehmen für Künstliche Intelligenz (KI). Dieses kauft mit dem neuen Kapital Rechenleistung beim selben Anbieter ein. Der Kapitalgeber gewinnt einen Kunden, der KI-Entwickler kann sein Geschäft aufbauen. Daran ist zunächst nichts verwerflich. Schwieriger wird die Frage, wie viel der Nachfrage bereits von zahlenden Endkunden getragen wird und wie viel davon abhängt, dass Investoren weiteres Geld bereitstellen.

Eine deutsche Pensionskasse, eine Versicherung oder ein Versorgungswerk kann davon betroffen sein, ohne direkt an einem KI-Start-up beteiligt zu sein. Im Private-Equity-Fonds liegt vielleicht ein Chiphersteller, im Private-Debt-Fonds ein Kredit an einen Rechenleistungsanbieter. Ein Infrastrukturfonds hält dessen Rechenzentrum. Hinzu kommen börsennotierte Aktien der Zulieferer und liquide Anleihen großer Cloud-Konzerne, die den Ausbau finanzieren. Die Anlagen stehen in unterschiedlichen Berichtsspalten. Ihre Erträge können trotzdem an denselben KI-Kunden und deren Investitionsbudgets hängen.

Wie überraschend solche Klumpenrisiken sichtbar werden können, zeigte sich bereits vor einigen Monaten im Softwaresektor. Die Sorge, KI könne etablierte Software-as-a-Service-Geschäftsmodelle unter Druck setzen, traf liquide Aktien wie Adobe und rückte zugleich Softwarebeteiligungen in Private Equity sowie deren Finanzierung durch Private Debt in den Fokus. Reuters berichtete am 13. Februar 2026, wie große Private-Markets-Häuser ihre Software-Exposures gegenüber nervösen Investoren erläutern mussten. Daraus lässt sich kein flächendeckender Kreditausfall ableiten. Wohl aber eine Lehre für die Portfoliosteuerung: Unterschiedliche Anlageklassen schützen nicht vor einer gemeinsamen wirtschaftlichen Schwachstelle.

Die Partnerschaft von Amazon und Anthropic zeigt, wie eng Kapital und Geschäft miteinander verbunden sein können. Amazon kündigte 2026 eine weitere Investition von fünf Milliarden Dollar sowie bis zu 20 Milliarden Dollar zusätzlich bei Erreichen geschäftlicher Meilensteine an. Anthropic verpflichtete sich zugleich, über zehn Jahre mehr als 100 Milliarden Dollar für Technologien von Amazon Web Services (AWS) auszugeben. Die Zusagen haben unterschiedliche Bedingungen und Laufzeiten. Es handelt sich also nicht um bereits vollständig geflossene Zahlungen. Für beide Unternehmen hat die Verbindung einen nachvollziehbaren Nutzen: Anthropic erhält Kapital und Rechenkapazität, Amazon kann seine Infrastruktur besser planen. Ob sich die Investitionen rechnen, entscheidet sich aber darin, ob die KI-Angebote genügend zahlende Nutzer finden.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat diese Verflechtungen im BIS Bulletin 137 „Circular relationships among AI firms“ vom 1. Oktober 2026 untersucht. Für Anleger ergibt sich daraus eine praktische Frage: Können ihre Manager erklären,

woher die Einnahmen der Portfoliounternehmen kommen und wie belastbar sie sind?

Die Autoren unterscheiden drei Formen. Bei der ersten finanziert ein Lieferant seinen Kunden. Ein vereinfachtes Beispiel: Ein Chipanbieter leiht einem Rechenzentrumsbetreiber 100 Millionen Euro, mit denen der Betreiber dessen Chips kauft. Der Anbieter verbucht Umsatz und hält zugleich eine Kreditforderung gegen den Käufer. Ob dieser die Investition später aus dem eigenen Geschäft bezahlen kann, ist damit noch nicht beantwortet.

Bei der zweiten Form finanziert der Kunde seinen Lieferanten. Ein KI-Entwickler könnte Rechenleistung im Voraus bezahlen und so den Bau eines Rechenzentrums ermöglichen. Er sichert sich Kapazität, übernimmt aber ein Fertigstellungsrisiko. Ein Auftrag für künftige Leistungen ist dabei noch keine Vorauszahlung. Die dritte Form verbindet wechselseitige Leistungsbeziehungen mit einer Finanzierung: Ein Cloud-Anbieter vertreibt etwa ein KI-Modell, während dessen Entwickler Rechenleistung bei ihm bezieht und Kapital von ihm erhält.

Was die Studie zeigt

Jon Frost und seine Mitautoren der BIZ-Studie untersuchten 1.246 KI-Unternehmen. Für die Jahre 2021 bis 2025 identifizierten sie 972 Investitionsbeziehungen innerhalb des Sektors. Als zirkulär gilt in der Studie eine Verbindung, wenn zwischen Investor und Zielunternehmen auch eine Lieferbeziehung bestand. Die Bezeichnung beschreibt damit eine Überlagerung von Finanzierung und Geschäft, keinen Nachweis fingierter Umsätze.

16,1 Prozent der KI-zu-KI-Deals sind nach dieser Definition zirkulär. Auf sie entfallen jedoch 46,4 Prozent des offengelegten Dealwerts. Gerade bei den großen Finanzierungen wiegt die Verflechtung also schwer, wie Abbildung 1 zeigt. Abbildung 2 ergänzt das Bild: Deals mit Beteiligung anderer KI-Firmen machen 55,2 Prozent des erfassten eingehenden Finanzierungswerts von KI-Unternehmen aus. Bei den investierenden KI-Firmen entfallen 28,7 Prozent des Dealwerts auf Ziele innerhalb des Sektors.

Kritisch wird es, wenn neues Kapital ausbleibt. Erhält der Rechenzentrumsbetreiber aus dem Beispiel keine Anschlussfinanzierung und gewinnt er weniger Kunden als geplant, bestellt er weniger Chips und kann womöglich seinen Kredit nicht bedienen. Derselbe Vorgang trifft den Chipanbieter doppelt: Der Absatz sinkt, die Kreditforderung verliert an Wert. Hält er zusätzlich eine Beteiligung am Kunden, steht auch diese unter Druck.

Das ist kein neues Muster. Die BIZ-Autoren erinnern an den Telekommunikationsboom der späten 1990er-Jahre. Ausrüster wie Lucent und Nortel finanzierten Netzbetreiber, die ihre Ausrüstung kauften. Als die erwarteten Erlöse der Betreiber ausblieben, mussten die Ausrüster Finanzierungsausfälle und einbrechende Bestellungen verkraften.

Auch eine Garantie ist nur so belastbar wie ihr Geber. Garantiert ein Lieferant für Server nach drei Jahren einen Restwert von 40 Millionen Euro, obwohl sie dann nur noch 25 Millionen Euro wert sind, müsste er nach diesen angenommenen Vertragsbedingungen 15 Millionen Euro ausgleichen. Fallen gleichzeitig seine eigenen Umsätze, wird die Garantie ausgerechnet dann fällig, wenn er sie schwerer erfüllen kann. Das Bulletin nennt Restwertgarantien ausdrücklich als Quelle schwer erkennbarer Verpflichtungen.

Wie groß solche Verpflichtungen werden können, zeigt Broadcoms Quartalsbericht im zweiten Quartal 2026. Unter bestimmten Bedingungen könnte ein Kunde Wandelschuldverschreibungen von bis zu 42 Milliarden Dollar an Broadcom ausgeben, um Leasingverpflichtungen zu bedienen. Daneben nennt der Bericht rund 29 Milliarden Dollar maximale potenzielle Haftung aus einer Absicherung von Leasingverpflichtungen für KI-Serveranlagen. Diese Obergrenze gilt bei vollständiger Bereitstellung der Anlagen. Zum Stichtag waren keine der genannten Schuldverschreibungen ausgegeben und keine Zahlungen aus der Absicherung erfolgt.

Warum auch Anleiheportfolios betroffen sind

Der Ausbau Künstlicher Intelligenz erreicht längst auch die öffentlichen Anleihemärkte. Shobhit Gupta und Torsten Slok von Apollo beziffern in ihrer Präsentation „Recent Rates Volatility: Risks and Opportunities in Credit“ vom September dieses Jahres die Bruttoemissionen der Hyperscaler, also großer Technologieanbieter wie Amazon, Alphabet mit Google und Microsoft, bis zum 3. September auf 248 Milliarden Dollar. Die von Apollo verwendete Gruppe geht allerdings über Cloud-Unternehmen hinaus und schließt

Abb. 1: Zirkuläre KI-zu-KI-Deals

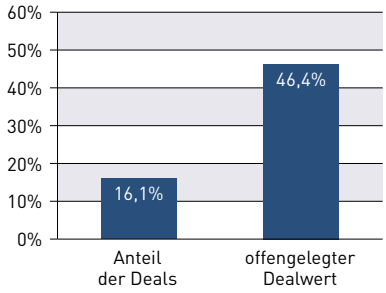
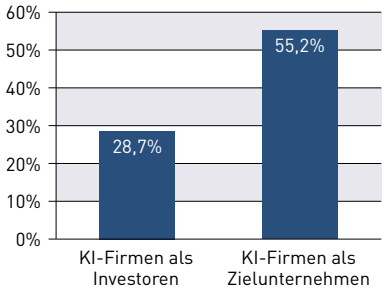


Abb. 2: KI-interne Finanzierungen



Anteil zirkulärer KI-Deals und Finanzierungsverflechtungen innerhalb des KI-Sektors von 2021 bis 2025
Quelle: BIZ, Frost und Kollegen, BIS Bulletin 137; © portfolio institutionell

auch den Raumfahrtkonzern SpaceX ein. Beim gesondert abgegrenzten Kreis KI-bezogener Schuldner entfallen bis Ende August 2026 rund 54 Prozent der Nettoemissionen des untersuchten Marktes auf diese Gruppe: 332 von insgesamt 618 Milliarden Dollar. Im Gesamtjahr 2025 waren es 142 von 413 Milliarden Dollar, gerundet 34 Prozent.

Ein breit gestreutes Unternehmensanleihemandat kann stärker vom KI-Ausbau abhängen, obwohl es weiterhin viele Emittenten enthält. Der Manager sollte erklären können, ob das im eigenen Portfolio bereits der Fall ist. Das wachsende Angebot an Anleihen kann zudem höhere Neuemissionsprämien erfordern, wenn die Anlegernachfrage nicht mithält. Ein Automatismus ist das nicht.

Wie institutionelle Anleger die Risiken einordnen

„Man muss die Blasenthese nicht teilen, um ein guter Risikomanager zu sein“, sagt John Normand, Leiter der Anlagestrategie von Australian-Super, sinngemäß im hauseigenen Videointerview „The AI boom and super“, das auf der Website des Pensionsfonds veröffentlicht ist. Normand sieht nach üblichen Maßstäben auf Ebene ganzer Anlageklassen noch keine Blase. Trotzdem hat Australia-Super stärker außerhalb der USA und des Technologiesektors diversifiziert. Eine positive Einschätzung der Technologie verpflichtet eben nicht dazu, jede Konzentration im Portfolio hinzunehmen.

Der staatliche Reserve-Verwalter GIC aus Singapur setzt in seinem Beitrag „Beyond the Hype: Investing in AI Value“ vom 24. Juli 2026 bei der Auswahl entlang der Wertschöpfungskette an. Er unterscheidet Anbieter technischer Grundlagen, Unternehmen mit KI-Produkten und Anwender. Bei einzelnen Unternehmen prüft er unter anderem, wie dauerhaft ihre Wettbewerbsvorteile sind und ob Management und Geschäftsentwicklung überzeugen. Zugleich verweist GIC auf den hohen Kapitalbedarf der Infrastruktur und die ungleichmäßige Einführung von KI in Unternehmen. Der technische Fortschritt allein sagt wenig darüber aus, wer damit Geld verdienen wird.

Was ein Anleger selbst leisten kann

Ein institutioneller Anleger kann nicht jeden Kundenvertrag und jede Unternehmensfinanzierung selbst prüfen. Bei Private Markets hat meist der Fondsmanager beziehungsweise General Partner (GP) den besseren Zugang. Doch auch er weiß nicht zwangsläufig, wie sich die Kunden seiner Beteiligungen finanzieren. Manager börsennotierter Anlagen müssen sich häufig auf veröffentlichte Berichte und Gespräche mit den Unternehmen stützen. Diese Grenzen sind kein Grund, auf eine Einschätzung zu verzichten. Anleger sollten je Mandat nachvollziehbare Angaben verlangen und darauf bestehen, dass belegte Daten, Schätzungen und Wissenslücken erkennbar bleiben. Wo Vertraulichkeit eine vollständige Offenlegung verhindert, können aggregierte Anteile oder Bandbreiten helfen.

Die Fragen im Kasten in der linken Spalte dienen als Grundlage für das Gespräch mit den Managern. Welche davon im jeweiligen Mandat beantwortet werden können, hängt von der Anlagestrategie und dem Informationszugang ab. Im Mittelpunkt sollten die wesentlichen Positionen und erkennbaren Abhängigkeiten stehen.

Die Verantwortung für die Gesamtportfoliosicht bleibt beim Anleger. Er sollte die verfügbaren Angaben aus den relevanten Mandaten zusammenführen und zunächst wesentliche direkte Positionen sowie bekannte gemeinsame Abhängigkeiten erfassen. Ein Rechenzentrum kann im Infrastrukturportfolio liegen, sein Mieter im Private-Equity-Fonds und dessen Finanzierer im Anleihemandat. Solche Verbindungen verdienen eine nähere Prüfung. Eine bloße Summe aller als KI-bezogen eingestuften Anlagen sagt dagegen wenig darüber aus, welche Verluste gleichzeitig entstehen könnten. Dafür braucht es gemeinsame Stressannahmen, unter denen die Manager ihre jeweiligen Mandate beurteilen. Eine vollständige Erfassung sämtlicher Geschäfts- und Finanzierungsbeziehungen ist kaum erreichbar. Schätzungen und Informationslücken müssen deshalb sichtbar bleiben.

Zirkuläre Finanzierung ist kein pauschales Ausschlusskriterium. Wer solche Risiken eingeht, sollte sie aber bewusst tragen und begrenzen können. Anleger sollten von ihren Managern eine nachvollziehbare Einschätzung der wesentlichen Abhängigkeiten verlangen, einschließlich der Grenzen ihres Wissens und der Konsequenzen für ihre Anlageentscheidungen.

Fragen an die beauftragten Manager

1. Welche wesentlichen Anlagen im Fonds oder Mandat hängen nach Ihrem Kenntnisstand von denselben KI-Kunden oder Kapitalgebern ab? Wie schätzen Sie den Umfang dieser Abhängigkeiten ein, und wo fehlen Informationen?

2. Welche Hinweise haben Sie darauf, dass wichtige KI-Kunden für ihre Ausgaben auf neues Kapital angewiesen sind? Worauf stützt sich Ihre Einschätzung?

3. Welche wesentlichen Abnahmeverträge, Sicherheiten und Garantien konnten Sie selbst prüfen? Wie beurteilen Sie deren Belastbarkeit im Stressfall?

4. Für Kreditmandate: Bei welchen Krediten wurden nachträglich PIK-Zinsen vereinbart, also Zinsen, die der Schuld statt einer laufenden Zahlung zugeschlagen werden? Warum war das nötig, und was bedeutet es für Rückzahlung und Bewertung?

5. Welche Folgen erwarten Sie für das Mandat, wenn die Nachfrage nach KI-Rechenleistung hinter den Erwartungen zurückbleibt oder Anschlussfinanzierungen schwieriger werden? Welche Annahmen liegen Ihrer Einschätzung zugrunde?



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, illiquidere 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

Die Betriebsrente im Zangengriff

Von Jens Kummer

Die geplante Rentenreform muss sich daran messen lassen, was den Menschen im Ruhestand bleibt. Deutschland braucht einen verlässlichen Weg zu einer guten Gesamtversorgung für breite Bevölkerungsschichten. Ohne eine starke zweite Säule wird das kaum gelingen.

Für die gesetzliche Rente macht der Kanzler Tempo. Die neuen Produkte der privaten Vorsorge sollen Anfang 2027 an den Start gehen. Und wo bleibt der nächste Schritt für die betriebliche Altersversorgung (bAV)? Der geplante Sozialpartnerdialog wurde erst einmal verschoben (siehe S. 38 f.). Die Sozialpartner wollen zunächst unter sich klären, wie der Dialog aussehen könnte und wer noch beteiligt werden sollte. Der Geschäftsführer der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V. (ABA), Klaus Stiefermann, warnt im ABA-Newsletter vom 9. Oktober, der Dialog „darf trotz der Verschiebung seiner Auftaktsitzung in den November nicht zur Warteschleife werden". Die Sorge ist berechtigt: Während die Beteiligten noch ihre Positionen abstimmen, werden mit Kapitalrente, privaten Vorsorgeprodukten und den zugehörigen Förderstrukturen langfristige Weichen gestellt.

Mit einer stabilisierten gesetzlichen Rente allein ist der Lebensstandard im Alter noch nicht gesichert. Beschäftigte müssen auch wissen, woher das zusätzliche Einkommen kommt, mit dem sie ihren Lebensstandard im Ruhestand halten können. Die Altersicherungskommission setzt dafür selbst einen Maßstab: Für Durchschnittsverdiener nennt sie eine Gesamtversorgung von 70 Prozent nach Steuern als Ziel. Gemessen an diesem Anspruch bleibt die Rolle der Betriebsrente im Bericht dieser Kommission auffallend klein. Von 33 Empfehlungen widmen sich nur zwei ausdrücklich der bAV: Empfehlung 29 einem Sozialpartnerdialog und einer möglichst flächendeckenden Verbreitung, Empfehlung 30 besseren Rahmenbedingungen. Ein Versorgungsziel ist damit benannt. Wie daraus für die bislang nicht erreichten Beschäftigten eine ausreichende Betriebsrente werden soll, bleibt die entscheidende Aufgabe.

Genau hier setzt die Kritik an. Wer soll die zusätzliche Versorgung aufbauen? Wie werden Beschäftigte erreicht, deren Arbeitgeber bislang keine Betriebsrente anbietet? Und wer übernimmt Verantwortung, wenn die Verbreitung erneut hinter den Erwartungen zurückbleibt? An diesen Fragen muss sich die Reform messen lassen. Entscheidend ist, welchen Beitrag jede Säule zur späteren Gesamtversorgung leistet und wie die zusätzlichen Beiträge verteilt werden. Wer jetzt neue Vorsorgestrukturen schafft, legt auch fest, welchen Platz die Betriebsrente künftig einnehmen kann.

Beschäftigte und Arbeitgeber können jeden Vorsorge-Euro nur einmal ausgeben. Werden zusätzliche Beiträge und Fördermittel vor allem in der ersten und dritten Säule gebunden, wird der Spielraum für die zweite kleiner. So gerät die Betriebsrente in einen Zangengriff, ohne dass jemand ihre Schwächung ausdrücklich beschließen müsste.

Deutschland verfügt längst über Einrichtungen, die Kapital für die Altersversorgung anlegen, Anwartschaften verwalten und lebenslange Renten auszahlen. Prof. Dr. Alexander Ludwig bringt seinen Einwand gegen den Kommissionsbericht im FAZ-Gastbeitrag vom 6. Oktober auf den Punkt: „Die Kommission gibt so die richtigen

Vorgaben, wählt jedoch den falschen Träger.“ Er würdigt die Reformvorschläge, kritisiert aber, dass neue Aufgaben fast selbstverständlich staatlichen Institutionen zugewiesen werden sollen.

Frank Oliver Paschen, Pensionskasse der Hamburger Hochbahn, bezieht klar Stellung: „Kapitalgedeckte lebenslange Leistungen gehören primär in die betriebliche Altersversorgung.“ Er verweist auf die Initiative von 40 Pensionskassen, die eine Öffnungsklausel für die geplante Kapitalrente fordert. Zusätzliche Beiträge sollen auch in bestehende betriebliche Versorgungssysteme wie Pensionskassen und Sozialpartnermodelle fließen können. Das wäre ein konkreter Weg, vorhandene Einrichtungen zu nutzen, statt ihnen mit neuen staatlichen Strukturen Konkurrenz zu machen.

Gerade der internationale Vergleich spricht dafür, die bAV ins Zentrum zu rücken. In den Niederlanden ergänzen kapitalgedeckte Betriebsrenten die staatliche Grundrente. Nach dem OECD-Länderprofil für das Systemjahr 2022 erreichen sie rund 90 Prozent der Beschäftigten. Schweden verbindet die staatliche Rente einschließlich der kapitalgedeckten Prämienrente mit einer breit verankerten betrieblichen Versorgung. Beide Länder unterscheiden sich voneinander. Gemeinsam ist ihnen aber, dass kollektive, arbeitsplatzbezogene Versorgung einen wesentlichen Teil der Alterssicherung trägt. Wer diese Länder als Vorbilder nennt, darf sich nicht nur den staatlichen Fonds oder das individuelle Depot herausgreifen. Entscheidend ist auch, wie Menschen tatsächlich in die zusätzliche Vorsorge hineinkommen. Eine breite Teilnahme entsteht kaum dadurch, dass man ihnen immer neue Produkte zur Auswahl stellt. Deutschland droht wieder einmal einen Sonderweg einzuschlagen, wenn es ausgerechnet die betriebliche Säule seiner Vorbilder nachrangig behandelt.

Sind Fehler gemacht worden? Diese Frage muss sich auch die bAV stellen. An Reformen hat es nicht gefehlt: Der Anspruch auf Entgeltumwandlung besteht seit 2002, das Sozialpartnermodell wurde 2018 eröffnet. Seit 2020 gibt es einen Krankenversicherungsfreibetrag für Betriebsrenten. Im Januar 2026 trat das Zweite Betriebsrentenstärkungsgesetz in Kraft. Reformen gab es also durchaus. Der Durchbruch bei der Verbreitung ist gleichwohl ausgeblieben. Die längerfristige Bilanz ist ernüchternd. Zwischen 2015 und 2023 stieg die Zahl der Beschäftigten mit aktiver bAV-Anwartschaft nur von rund 17,5 auf 18,1 Millionen. Ihr Anteil an den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten sank von 56,2 auf 51,9 Prozent. Die bAV hielt mit dem Beschäftigungswachstum nicht Schritt. Dabei ist die Zusatzversorgung des öffentlichen Dienstes bereits enthalten. Besonders in kleineren Unternehmen bleiben große Lücken. Die Wirkung der Reform von 2026 lässt sich an diesen Zahlen noch nicht ablesen.

Zu lange hat die Branche darauf vertraut, die Sozialpartner würden für die nötige Verbreitung sorgen. Gewerkschaften müssen jedoch auch Löhne, Arbeitsplätze und ihre Wiederwahl sichern. Ein Gehaltsplus ist auf der nächsten Abrechnung sichtbar, eine bessere Betriebsrente oft erst Jahrzehnte später. Arbeitgeber scheuen zusätzliche Belastungen und Haftungsrisiken. Unterschiedliche Vorstellungen über Garantien erschweren gemeinsame Lösungen. Diese Interessen sind nachvollziehbar. Sie ersetzen keine Antwort für die Beschäftigten ohne zusätzliche Versorgung.

Auch das Erscheinungsbild der bAV hilft ihr nicht. Zu kompliziert, zu viel Papier, schwer verständliche Informationen: So gewinnt man keine Menschen, die ihre übrigen Finanzangelegenheiten längst digital erledigen. Die Diskussion um nachgelagerte Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträge hat Vertrauen gekostet. Beschäftigte wollen wissen, was sie einzahlen, was der Arbeitgeber hinzugibt und was ihnen voraussichtlich bleibt.

Dabei sind die Vorteile überzeugend. Der Zugang über den Arbeitsplatz erreicht auch Menschen, die sich nicht selbst durch Finanzangebote arbeiten wollen. Gemeinsame Verwaltung und Kapitalanlage können Kosten senken. Kollektive ermöglichen eine gemeinsame Risikotragung; Arbeitgeberbeiträge verbessern die Versorgung. Je nach Ausgestaltung kommen lebenslange Renten, Hinterbliebenen- und Invaliditätsleistungen hinzu. Diese Vorteile müssen sich allerdings im konkreten Angebot wiederfinden.

Was muss jetzt geschehen? Eine Öffnungsklausel für geeignete betriebliche Systeme wäre ein konkreter Anfang. Wer dort bereits vorsorgt oder eine Versorgung aufbaut, sollte zusätzliche kapitalgedeckte Beiträge unter verbindlichen Qualitätsstandards auch dort einsetzen können. Das schützt funktionierende Strukturen. Die Beschäftigten ohne bAV erreicht man damit allerdings noch nicht automatisch. Deshalb braucht der Ausbau messbare Ziele und einen Zeitplan, besonders für kleinere Betriebe und niedrige Einkommen. Einfache Angebote mit verlässlicher Arbeitgeberbeteiligung und gezielter Förderung gehören ebenso auf den Tisch wie eine automatische Einbeziehung mit Widerspruchsmöglichkeit. Wenn freiwillige Vereinbarungen keine breite Abdeckung schaffen, muss auch über verbindlichere Regeln gesprochen werden. Wer flächendeckende Versorgung verspricht, kann diese Frage nicht unbegrenzt vertagen. Die Unternehmen sollten sich dabei deutlicher einmischen. Bei Gesprächen mit Abgeordneten gehört die Betriebsrente ebenso auf die Tagesordnung wie Energiepreise und Bürokratieabbau. Was leistet sie für Beschäftigte? Welche Vorschrift verhindert ein besseres Angebot? Solche konkreten Erfahrungen geben der zweiten Säule politisches Gewicht.

Eine Rentenreform verdient ihren Namen nicht schon deshalb, weil sie die Finanzierung der gesetzlichen Rente neu ordnet. Sie muss zeigen, wie eine ausreichende Gesamtversorgung für möglichst viele entsteht. Wer 70 Prozent als Ziel nennt, schuldet auch einen belastbaren Weg dorthin. Die bAV gehört in dessen Zentrum. Sie auf einen weiteren Dialog zu vertrösten, während man die anderen Säulen ausbaut, ist keine überzeugende Antwort.

Amundi
Investment Solutions

DJE

Edmond de Rothschild

Fidelity International

Generali Investments

Insight Investment

MetLife Investment Management

Metzler

Morgan Stanley

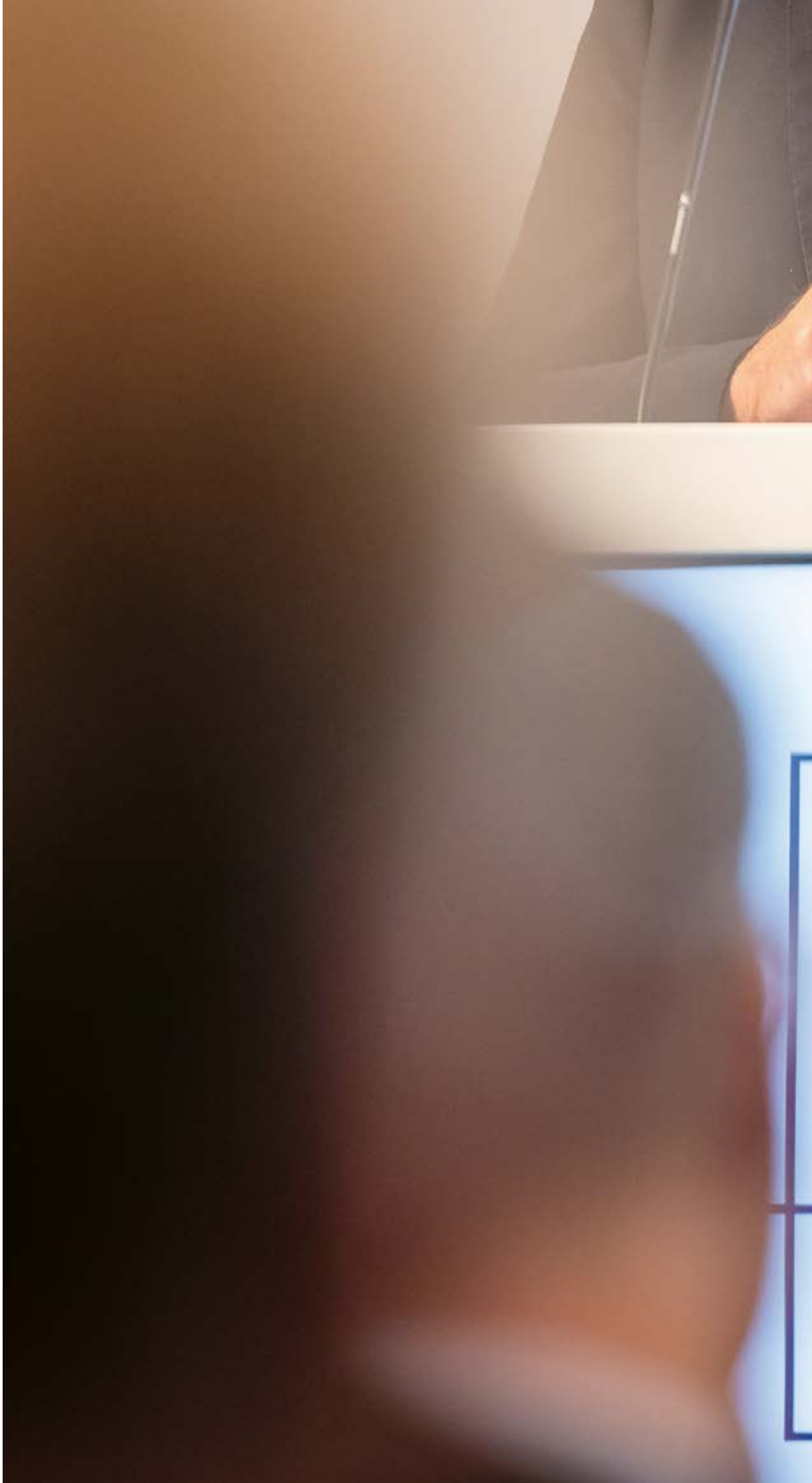
Natixis Investment Managers

Principal Asset Management℠

State Street Investment Management

Universal Investment

Wellington Management®





PORTFOLIO INSTITUTIONELL AWARDS 2027

Klartext trifft Kontext.

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

Der AVD-Countdown läuft

Von Klaus Morgenstern

Die Anbieter stellen ihre Konzepte für das neue Altersvorsorgedepot (AVD) auf die Startrampe. Klar ist: Der Wettbewerb wird ein harter sein. Neben dem Kampf auf der Kostenseite bleibt die Frage spannend, ob beim Vertrieb des AVD die Selbstentscheider in Scharen zu den Neobrokern und Direktbanken strömen oder die Versicherer und Vertriebe mit Beratung bei vielen Kunden punkten.

Greift selbst ein eher auf Vorsicht bedachter Versicherer zu Methoden der Guerilla-Werbung, dann ist eines klar: Es geht um viel. Die Bayerische kaperte im September mit einer spektakulären Beamer-Aktion am Münchner Stachus ein großes Werbeplakat des Neobrokers Scalable Capital. Darauf warb dieser mit dem provokanten Spruch „Bist du besteuert?“ für sein schon sehr früh und kostenaggressiv an den Start gebrachtes Altersvorsorgedepot. Der Konter: Die Bayerische projizierte nachts via Hochleistungsprojektor die Gegenfrage „Bist du beraten?“ sowie den Zusatz „Altersvorsorge braucht mehr als eine App“ direkt auf das Plakat.

In dieser Aktion kristallisiert sich ein entscheidender Aspekt des Konkurrenzkampfes im neuen Geschäftsfeld Altersvorsorgedepot: Welche Anbietergruppen schneiden sich das größte Stück vom Kuchen ab? Eines zeichnet sich jetzt schon ab: Die Platzhirsche der Altersvorsorge müssen sich das Feld mit neuen Mitspielern teilen, wenn nicht sogar ihnen erhebliches Terrain überlassen. Die Neobroker hatten schon sehr früh klar gemacht, dass sie sich in einer komfortablen Ausgangslage sehen. Sie haben sehr niedrige Kosten, beherrschen digitale Prozesse und trimmen schon immer ihre Produkte auf eine sehr einfache Bedienung. All das passt sehr gut zum Altersvorsorgedepot, vor allem in der Standardversion.

So eröffnete dann auch Scalable Capital mit einem Paukenschlag den Preiskampf. Der Neobroker stellte bereits im August sein Altersvorsorgedepot vor, das in der günstigsten Variante keine Depotgebühr erhebt, sondern nur 0,15 Prozent interne ETF-Kosten. Und selbst die werden im ersten Jahr noch erstattet. Während etliche traditionelle Marktteilnehmer noch darüber diskutierten, ob die Kostenobergrenze von einem Prozent beim Standardprodukt, das der Gesetzgeber kostenseitig gedeckelt hat, im Vertrieb überhaupt wirtschaftlich umsetzbar ist, machten die Neobroker eines klar: Die Kosten werden ein entscheidender Wettbewerbsfaktor sein. So sahen sich Konkurrenten, die den Neobrokern Paroli bieten wollen, genötigt, Vergleichbares anzubieten. Beispiel Deutsche Bank: Sie stellt neben beratungsbasierten Vorsorgeangeboten, die man zusammen mit dem Exklusivpartner Zurich vertreibt, ein Standarddepot für 0,10 Prozent Depotgebühr ins Produktregal. Der Preis gilt aber nur für die ersten beiden Jahre. In diesem Zeitraum fallen damit lediglich die Kosten für die ETFs an. Auf die reguläre Vertragsgebühr von 0,18 Prozent pro Jahr wird verzichtet. Anschließend beträgt das reguläre Entgelt pro Jahr 0,28 Prozent. Später soll dann noch ein beratungsbasiertes Produkt der Fondstochter DWS hinzukommen (0,99 Prozent per annum Depotgebühr).

Die Deutsche Bank setze auf Wahlfreiheit statt auf Einheitslösung, daher biete man den Kunden unterschiedliche Vorsorgemöglichkeiten an, von einem einfachen Depot bis hin zu Konzepten mit persönlicher Beratung und zusätzlichen Serviceleistungen, erklärte Dominik Hennen, Leiter Personal Banking Deutschland. Die Beratungskarte werden alle Versicherer und Banken, die beim Altersvorsorgedepot mitmachen, ausspielen. Ob sie im Wettbewerb mit den Neobrokern sticht, wird sich zeigen.

Allerdings sollten die gestandenen Marktteilnehmer und damit auch die Sparkassen sowie die Volks- und Raiffeisenbanken nicht voreilig abgeschrieben werden. Sie haben eine große Kundenbasis, die gut zu erreichen ist. Die Verbundpartner der Sparkassen und Volksbanken haben auch früh reagiert. Union Investment hat mit „Uni Vorsorge“ das komplette Spektrum im Angebot: Standarddepot, aktiv gemanagte Lösung ohne Garantie und eine Variante mit 100-Prozent-Garantie. Die Union preschte bereits im Mai dieses Jahres mit Produktdetails in die Öffentlichkeit. Der Fondsanbieter der genossenschaftlichen Banken zeigt sich zuversichtlich. Er vertraut nach den Worten von Geschäftsführer Jochen Wiesbach auf seine langjährigen Erfahrungen als Marktführer bei der Riester-Rente. Dadurch sei man auch in relativ kurzer Zeit in der Lage gewesen, Produkte sowohl für chancen- als auch sicherheitsorientierte Anleger zu konzipieren. Ähnlich aufgestellt ist Deka Investment. Der Verbundpartner der Sparkassen nimmt mit einem Standarddepot am Preiswettbewerb teil, bei dem lediglich Kosten von 0,1 Prozent pro Jahr für die dahinterliegenden ETF anfallen. Das aktiv gemanagte Individualprodukt hat je nach individueller Vertragslaufzeit Kosten zwischen 1,0 und 1,5 Prozent.

Direktbanken vertrauen auf eingespieltes Online-Banking

Auch die Direktbanken werden versuchen, sich gegenüber den Neobrokern zu behaupten. Beispiel ING. Sie hat bereits eine „Starterliste“, in der sich interessierte Kunden vormerken lassen können, und bewirbt in ausgesprochen gut besuchten Webinaren das neue Produkt, für das bis Ende September aber noch kein Pricing veröffentlicht wurde. In einem ING-Webinar hieß es aber, „der Preis werde kein Grund sein, zu einem Neobroker zu wechseln“. Direktbanken wie ING, Comdirect, DKB und Consorsbank verfügen nicht nur über große Kundenbestände, sondern auch durchgängig über gut eingespielte Online-Banking-Beziehungen. Viele Kunden führen auf diese Weise schon Depots. Das Altersvorsorgedepot kann damit in bestehende Finanzbeziehungen gut integriert werden. Bei den Fondsgesellschaften und Asset Managern treten bei weitem nicht alle als unmittelbarer Anbieter wie DWS, Deka oder Union Investment an. Viele sehen sich aber als gefragter Bausteinlieferant. ETF-Anbieter wie Amundi oder Vanguard machen sich wahrscheinlich große Hoffnungen auf einen Nachfrageschub.

Wettbewerbssituation für Versicherer wird differenzierter

Für die Versicherungswirtschaft ist die Reform ambivalenter. Einerseits öffnet sich das bisher stark versicherungsgeprägte Feld der geförderten Altersvorsorge für Banken, Fondsanbieter und Broker. Andererseits können Versicherer mit kapitalmarktorientierten Depots ohne vollständige Beitragsgarantie wie bei der Riester-Rente antreten. Alles in allem wird die Wettbewerbssituation damit für die Versicherer viel differenzierter und breiter. Beim Altersvorsorgedepot konkurrieren erstmals klassische Lebensversicherer unmittelbar mit kostengünstigen ETF- und Depotmodellen um dieselbe staatliche Förderung. Da die meisten Versicherer ihr Angebot als Fondspolice auf den Markt bringen werden, entstehen unter Umständen neue preisgünstige Versicherungsmäntel, die vielleicht auch außerhalb der geförderten Altersvorsorge zum Einsatz kommen können. Zudem fällt beim Blick auf die Assekuranz auf, dass bis Ende September zwar viele Versicherer Pläne zum Altersvorsorgedepot ankündigten, aber Produktdetails oft noch fehlten. So verlautete die Allianz, dass man in allen drei Produktkategorien Lösungen anbieten werde, also Standarddepot, Altersvorsorgedepot ohne Beitragsgarantie sowie einen Altersvorsorgevertrag mit Garantie. Die Gesellschaft will dabei unter anderem ihre fondsgebundene Produktwelt Invest Flex nutzen.

Komplette Infrastruktur für Partner

Eine interessante Entwicklung ist bei Universal Investment zu beobachten. Das Unternehmen baut gemeinsam mit der Baader Bank und Smartbroker eine Infrastruktur auf, über die Fondsinitiatoren und Asset Manager ihre Produkte für die neue geförderte Altersvorsorge zugänglich machen können. Als Anbieter zertifizierter Altersvorsorgeverträge übernimmt die Baader Bank sämtliche depot- und vertragsbezogenen Kernfunktionen innerhalb des Modells. Smartbroker stellt den digitalen Zugang für Endkunden bereit. Fondsinitiatoren und Asset Manager können ihre Angebote mit der Plattform von Smartbroker verlinken und ihre Fonds und ETFs so für Endkunden digital zugänglich machen. Mathias Heiß, CEO Universal Investment Deutschland, verweist auf die neuen Möglichkeiten, die sich für Fondsinitiatoren und Asset Manager in der privaten Altersvorsorge bieten. Ihnen wolle man mit dieser Kooperation ein „Rundum-Servicepaket“ bereitstellen. Selbst wird Universal Investment kein Altersvorsorgeprodukt anbieten.

Einen ähnlichen Weg geht auch Hansainvest zusammen mit der Baader Bank und Investify Tech. „Gemeinsam entsteht eine skalierbare White-Label-Lösung, die es Vermögensverwaltern, Asset Managern oder Maklerpools ermöglicht, sich auf ihre jeweiligen Kernkompetenzen – Investment und Vertrieb – zu konzentrieren“, beschreibt Dr. Jörg W. Stotz, Sprecher der Geschäftsführung der Hansainvest, das Ziel dieser Kooperation.

Was wird aus den Riester-Verträgen?

Das neue Depot startet nicht auf einer grünen Wiese. Es gibt schließlich einen Bestand von knapp 15 Millionen Riester-Verträgen. Der Wettbewerb der Anbieter wird deshalb nicht nur um neue Kunden geführt, sondern auch um die Migration der bestehenden Millionen Riester-Verträge in die neue Vorsorgewelt. Gerade beim digitalen Standarddepot könnte daraus ein Kostenproblem entstehen. Es ist äußerst knapp kalkuliert. Ohne Übertragungsgebühr wird der zusätzliche Aufwand wohl kaum abzudecken sein. Andererseits können durch Übertragungen schnell größere Volumina in den Depots erreicht werden.

Betriebsrente: Der Reformdialog steckt im Wartestand

Von Klaus Morgenstern

Aufgeschoben ist nicht aufgehoben. Ob diese Redewendung auch auf den Sozialpartnerdialog zur betrieblichen Altersversorgung (bAV) zutrifft, wird sich erst noch zeigen müssen. Die geplante Auftaktveranstaltung im Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS) ist jedenfalls – zur Überraschung einiger potenzieller Teilnehmer – erst einmal vertagt worden.

Vorschläge zur Weiterentwicklung der bAV sind im Bericht der Alterssicherungskommission dünn gesät. Deren Konzentration galt vor allem der gesetzlichen Rente. In Empfehlung 29 ihres Abschlussberichts rief die Kommission die Sozialpartner lediglich dazu auf, konkrete denkbare Wege zu einer stärkeren Verbreitung der bAV zu diskutieren. „Der Prozess soll ausloten, ob in diesem thematischen Rahmen Vorschläge für eine Weiterentwicklung der Gesetzgebung zur bAV erarbeitet werden können, die von beiden Sozialpartnern mitgetragen werden. BDA und DGB haben gegenüber dem BMAS den gemeinsamen Wunsch geäußert, zunächst Gesprächen unter den Sozialpartnern Raum zu geben. Dieser Bitte sind wir selbstverständlich nachgekommen und haben den Termin 8. Oktober verschoben“, erklärte ein Sprecher des BMAS gegenüber portfolio institutionell. Die Ergebnisse dieser Gespräche könnten dann in ein durch das BMAS organisiertes Treffen einfließen, zu dem weitere Akteure eingeladen werden, hieß es weiter. Ein solches Treffen war bis Redaktionsschluss nicht terminiert.

So befindet sich erst einmal alles in der Schwebe. Da aber einige Verbände, Gewerkschaften und Organisationen in Vorbereitung auf das Gespräch bis zum 17. September bereits Vorschläge und Positionen zu Papier gebracht haben, lässt sich schon ungefähr abschätzen, welche Themen auf der Agenda der Sozialpartner stehen. Diese Stellungnahmen zeigen auch auf, wo die Diskussions-, aber auch Konfliktlinien bei diesem Sozialpartnerdialog verlaufen werden.

Ein beherrschendes Thema, das wohl auch ein Grund dafür ist, warum die Sozialpartner erst einmal unter sich diskutieren wollen: Bleibt es bei der Freiwilligkeit oder kommt eine Pflicht zur Betriebsrente? Auf gewerkschaftlicher Seite ist ein starkes Bestreben erkennbar, eine verpflichtende bAV einzuführen, verpflichtend für die Arbeitgeber. Ein solches Ansinnen lässt sich unter anderem aus den Positionen der DGB-Rentenkommission ableiten, mit der zum Beispiel ein verbindlicher Arbeitgebermindestbeitrag gefordert wird. Auch die Branchengewerkschaft Verdi plädiert für einen solchen Paradigmenwechsel.

Unternehmen wollen freiwillige Gestaltungsoptionen

Das Arbeitgeberlager hingegen beharrt auf dem Prinzip der Freiwilligkeit. So lehnt der Spitzenverband BDA eine generelle gesetzliche Pflicht ab. Diese Haltung lässt sich aus den allgemeinen bAV-Positionen des Verbands ableiten, eine eigene Stellungnahme zum Sozialpartnerdialog hat die BDA noch nicht veröffentlicht. Das werde man vor den Gesprächen keinesfalls tun, hieß es auf Nachfrage von portfolio institutionell. Anders der Handelsverband Deutschland HDE, der eine Stellungnahme abgegeben und öffentlich gestellt hat. Darin spricht sich der HDE für ausschließlich freiwillige Gestaltungsoptionen aus. Ob sich diese diametralen Haltungen im Sozialpartnerdialog schließlich zusammenführen lassen, ist derzeit völlig offen. Bislang war es die Haltung im BMAS,

nur jene Maßnahmen umzusetzen, mit denen beide Sozialpartner einverstanden sind. In der Vergangenheit hatte das nicht selten zur Folge, dass heiße Eisen erst gar nicht angepackt wurden. Daher fokussieren sich andere Diskussionsteilnehmer weniger auf diese fundamentale Auseinandersetzung, sondern unterbreiten unabhängig davon Vorschläge zu einzelnen Verbesserungen. Zum Beispiel die Arbeitsgemeinschaft betriebliche Altersversorgung (ABA), die mit einem 33-seitigen Paper wohl eine der detailliertesten Stellungnahmen eingereicht und diese auch veröffentlicht hat.

Darin sind Forderungen enthalten, die die ABA schon seit geraumer Zeit vertritt, wie zum Beispiel ein erleichterter Zugang zu den Sozialpartnermodellen und eine reine Beitragszusage ohne Sozialpartner. „Die reine Beitragszusage kann zusätzliche bAV ermöglichen, wo Arbeitgeber bisher Haftungsrisiken scheuen“, erklärt ABA-Geschäftsführer Klaus Stiefermann. „Daher sollten Paragraf 24 des Betriebsrentengesetzes und die Regelungen zu Sozialpartnermodellen dahingehend überprüft werden, ob die Teilnahme Dritter erleichtert werden kann, ohne die tragenden Sozialpartner zu übergehen. Anschlusslösungen, Branchenmodelle und transparente Kostenbeteiligung sollten praxistauglich ausgestaltet werden.“ Darüber hinaus schlägt die ABA vor, die reine Beitragszusage mit ihrer Sicherheitsarchitektur als modernen Baustein kapitalgedeckter bAV zu stärken. Dabei sei zu prüfen, ob gleichwertige Regelungsmechanik und Governance-Strukturen auch außerhalb klassischer Tarifbindung eine rechtssichere Umsetzung ermöglichen können.

Mit einem anderen Vorschlag reagiert die ABA auf eine Neuerung im Drei-Säulen-System der Alterssicherung, nämlich auf die geplante Kapitalrente in der gesetzlichen Rentenversicherung. Sie soll hälftig von Arbeitgebern und Arbeitnehmern finanziert werden. Das führt zwangsläufig zu höheren Lohnzusatzkosten für die Unternehmen. Folglich wird in der Branche verschiedentlich schon gefürchtet, dass die Arbeitgeber aus diesem Grund ihre freiwilligen Zahlungen in der betrieblichen Altersversorgung zurückfahren. „Daher empfehlen wir eine einfache Anrechnung bestehender bAV-Beiträge auf die Beitragspflicht zur gesetzlichen Kapitalrente“, nennt Klaus Stiefermann eine Schlussfolgerung aus der neuen Situation. Ferner regt die ABA an, ein kollektives Opting out zur gesetzlichen Kapitalrente, zum Beispiel durch eine tarifliche Öffnungsklausel für Branchenlösungen, zu diskutieren.

GDV plädiert für standardisiertes Basisprodukt

Auch der GDV, der Gesamtverband der Versicherer, hat sich mit einer Stellungnahme zu Wort gemeldet. Er schlägt ein standardisiertes Basisprodukt vor, das auf dem Durchführungsweg Direktversicherung beruht und sich beim Wechsel des Arbeitgebers mitnehmen lässt. Eine zentrale Administrationsplattform soll kleinere Arbeitgeber bei Verwaltung und Abwicklung entlasten und den Zugang zur Betriebsrente erleichtern. „Bei der Betriebsrente zeigt sich noch immer ein deutliches Gefälle zwischen großen und kleinen Unternehmen. Wenn wir mehr Beschäftigte erreichen wollen, müssen Lösungen auch für Friseure und Dachdecker einfach und praktikabel sein“, begründet GDV-Hauptgeschäftsführer Jörg Asmussen diesen Vorschlag.

Vergleichbares stellt das Deutsche Aktieninstitut (DAI) zur Diskussion: Das neue Altersvorsorgedepot, dass als Nachfolger der Riester-Rente entwickelt worden ist, sollte auch in der bAV eingesetzt werden. Die Begründung lautet ähnlich wie beim GDV: Kleine und mittlere Unternehmen könnten damit ihren Beschäftigten eine einfache und beim Arbeitgeberwechsel übertragbare Lösung anbieten. Zudem wäre es eine renditeorientierte Alternative zu klassischen Versicherungsprodukten. Die Kehrseite der Medaille: Es entstünde damit neben den fünf Durchführungswegen und vier Zusagearten noch eine neue Variante in der bAV, was die ohnehin schon große Komplexität zusätzlich erweitern würde.

Allerdings hängte sich das DAI mit seinem Vorschlag an eine Idee der Alterssicherungskommission an. Diese hatte nämlich auch in Erwägung gezogen, Arbeitgebern in kleinen Unternehmen zu ermöglichen, im Rahmen altersvorsorgewirksamer Leistungen direkt in die privaten Altersvorsorgedepots ihrer Beschäftigten einzuzahlen. Die Versicherer und andere überbetriebliche bAV-Anbieter werden davon wenig begeistert sein, da sich dies auf ihre Absatzzahlen niederschlagen würde.

BMAS will auch kleine und mittlere Unternehmen anhören

Das von Asmussen skizzierte Gefälle spielte übrigens schon in der Organisation des Sozialpartnerdialogs eine Rolle. Die Alterssicherungskommission hatte in ihrer Empfehlung 29 gefordert, die Sichtweisen von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) sowie von Branchen mit geringer bAV-Durchdringung angemessen zu berücksichtigen. „Mit dem ersten Schreiben des BMAS, das vorrangig an die thematisch einschlägigen Sozialpartner gerichtet war, haben wir deshalb um Empfehlungen für Verbände gebeten, die diese beiden Zielgruppen repräsentieren. Die erhaltenen Rückmeldungen haben wir in unsere Überlegungen einbezogen. Auf dieser Grundlage werden wir weitere Verbände einladen, damit die Interessen von KMU und Branchen mit geringer bAV-Durchdringung im Dialog gut vertreten sind“, erklärte ein BMAS-Sprecher. Welche es sein werden, verrät das Ministerium jedoch nicht. Man benenne grundsätzlich nicht, wen man einlade, hieß es.

Vorerst bleibt aber offen, wie es weitergeht mit dem Sozialpartnerdialog. Die ABA hat in ihrer Stellungnahme schon vor mehreren Wochen eine „strukturierte Agenda und einen verbindlichen Zeitplan“ gefordert. Dergleichen existiert bislang noch nicht. Aber nur wenn der Sozialpartnerdialog am Ende in konkrete Gesetzesänderungen mündet und vielleicht die Grundlage für ein Betriebsrentenstärkungsgesetz 3.0 liefert, wäre er erfolgreich.



Bild: DBU

No pain, no gain

Einfach kann jeder: Michael Dittrich erklärt Patrick Eisele die Herausforderungen der DBU. **Von Bundesanleihen zu einer global breit diversifizierten Aktien- und Fixed-Income-Allokation nebst Immobilien, Erneuerbaren Energien und Microfinance, die auch die Emerging Markets abdeckt: Diese Evolution der strategischen Allokation der DBU ist auch von anderen Anlegern bekannt. Immer treu geblieben ist sich die Stiftung dagegen bei ihrer sehr direkten Umsetzung der Kapitalanlage, in ihren nachhaltigen Überzeugungen und darin, auch in der Baisse an Aktien festzuhalten. Daran soll sich auch künftig nichts ändern.**

Herr Dittrich, diesen Sommer durften wir öfters 30 Grad und mehr genießen. Führt der Rekordsommer für die DBU zu ganz vielen Zustiftungen oder zu viel mehr Förderanträgen?

Wir sehen, insbesondere in unserem Green-Start-up-Programm, durchaus einen Anstieg bei der Zahl der Anträge. Mehr Anträge von Existenzgründern dürften aber eher der wirtschaftlichen Lage geschuldet sein. Was dieser Sommer grundsätzlich zeigt, ist, dass die Auswirkungen des Klimawandels schneller kommen als manche Szenarien prognostizierten und uns das Thema Nachhaltigkeit auf Dauer erhalten bleibt – und Nachhaltigkeit entscheidet mit, wo Geld investiert wird und wo nicht.

Russlands Überfall auf die Ukraine bescherte nachhaltigen Kapitalanlagen aber einen Bedeutungsverlust.

Die Kriege in der Ukraine und am Golf führten dazu, dass nicht-nachhaltige Sektoren wie fossile Energien und Rüstung wieder gefragt waren und outperformten. Ich gehe aber nach wie vor davon aus, dass nachhaltige Kapitalanlagen langfristig outperformen.

Wer wie wir nicht in Rheinmetall investiert war, hatte es in den vergangenen Jahren schwer, den Dax zu schlagen. Dieses Jahr sieht es aber schon wieder anders aus. Die gestiegenen Energiepreise führten zudem zu einem verstärkten Interesse an Erneuerbaren Energien – diesmal vor allem unter dem Aspekt der Resilienz von Volkswirtschaften und weniger aus Klimaschutz-Gründen.

Letztere sind aber nach wie vor relevant: Häufiger vorkommende Dürren und Starkregen führen zu erheblichen volkswirtschaftlichen Schäden – direkt und über Preissteigerungen bei beispielsweise Nahrungsmitteln und Transportkosten.

Gebietet es nicht die Staatsräson, dass eine deutsche Bundesstiftung in Rüstung und damit in Rheinmetall investiert?

Gesellschaftlich ist Rüstung sehr wichtig geworden und wir haben dies in unseren Gremien diskutiert. Wie zuvor bezweifeln wir jedoch, dass wir als Deutsche Bundesstiftung der richtige Anleger für Rüstungs-Investments sind. Als Stiftung wollen wir gesundheitsfreundliche Produkte und Verfahren fördern. Wertpapiere von reinen Rüstungsunternehmen würden also unserer Zielsetzung widersprechen. Darum schließen wir zum Beispiel auch Tabak und Spirituosenhersteller aus.

Über 11.500 Projekte seit 1990, 3,4 Milliarden Euro AuM und eine Aktienquote von etwa 30 Prozent: Das und noch viel mehr ist die **Deutsche Bundesstiftung Umwelt** (DBU). Diese fördert den Umweltschutz unter besonderer Berücksichtigung der mittelständischen Wirtschaft. Gestartet ist die Stiftung mit Sitz in Osnabrück mit umgerechnet 1.288.007.400 Euro. Dieser Betrag stammte aus dem Verkauf der bundeseigenen Salzgitter AG.

Um Finanzen und Verwaltung kümmert sich seit fast 26 Jahren **Michael Dittrich**. Das Auf und Ab gerade der deutschen Aktien war für Bilanz und Gemüt nicht immer einfach. Was geholfen hat, sind Durchhaltevermögen und -wille – und ein trockener Humor.

Wie hat sich in den vergangenen 35 Jahren in der DBU die Kapitalanlage und in dieser das Thema Nachhaltigkeit entwickelt?
Gestartet sind wir 1990 mit 2,5 Milliarden DM, die vollständig in Bundesanleihen angelegt waren. In der Spitze bekamen wir damals 9,375 Prozent für zehn Jahre und somit ohne Risiken eingehen zu müssen einen Realzins von etwa fünf Prozent. Das war aus heutiger Sicht, als ob Weihnachten und Ostern zusammenfallen. Damals war uns das nicht bewusst und wir haben uns über Kapitalanlage zunächst keine großen Gedanken gemacht.
Als die Hochprozenter ausliefen, begannen wir, in deutsche und dann in europäische Aktien zu investieren. Später kamen weitere Regionen sowie Immobilien hinzu.
Heute halten wir nach Marktwerten etwa 30 Prozent Aktien, also etwa eine Milliarde Euro, 60 Prozent Anleihen und circa zehn Prozent in Sachwerten. Diese bestehen hälftig aus Immobilien und Anlagen zur Erzeugung Erneuerbarer Energien. Letztere kamen hinzu, als wir 2015 beschlossen, nicht mehr in Kohle zu investieren. Heute belaufen sich unsere Assets under Management auf 3,4 Milliarden Euro, in der Bilanz stehen drei Milliarden Euro. Das Kapital ist damit auch inflationsbereinigt erhalten und wir haben seit 1991 mehr als 2,2 Milliarden Euro in über 11.500 Projekte zum innovativen Umweltschutz investiert.
Seit 20 Jahren haben wir das Thema Nachhaltigkeit fest in unseren Anlagerichtlinien verankert und weiterentwickelt. Wir haben Ausschlüsse unter anderem für Kohle, Rüstung, Tabak und harte Spirituosen. Auf der Positivseite sind wir immer bestrebt, nachhaltigen Anlagen zu bevorzugen, wenn mit diesen kapitalmarktgerechte Renditen möglich sind. Ein Beispiel ist unser Green-Bonds-Portfolio, das sich heute auf etwa 420 Millionen Euro beläuft – und damit 100 Millionen Euro mehr als vor einem Jahr.

Wie grün sind Green Bonds? Laut Kritikern liegt das Greenium eher beim Emittenten, der Investor bekommt also für einen Green Bond einen Tick weniger Rendite. Vor allem aber würde der Emittent sein Investitionsvorhaben in jedem Fall durchziehen, es also auch mit konventioneller Kreditaufnahme finanzieren. Somit bestehe keine Additionalität. Die fehlende Zusätzlichkeit wird auch bei einem Wind- oder PV-Park moniert: Ob ihn nun A oder B kauft: Die Grünstromproduktion bleibt gleich.
Wir erwerben unsere Green Bonds zu kapitalmarktgerechten Renditen. In unserer Gesamtrendite spüren wir es nicht, wenn die Rendite eines Green Bonds ein oder zwei Basispunkte geringer ist.
Zur Additionalität: Einer muss den Windpark finanzieren – ansonsten wird er nicht gebaut. Gerade wenn man einmal auf weniger „gängige“ Märkte schaut, wie zum Beispiel ein Windpark-Projekt in Tansania, das eine Entwicklungsbank über einen Green Bond finanzieren will: Da stehen Anleger nicht Schlange. Wenn der Green Bond nicht platziert werden kann, dann wird der Windpark nicht gebaut.
Vor einigen Jahren gaben wir eine Studie in Auftrag, die für Green Bonds in Emerging Markets eine erhöhte Additionalität ergeben hat, da dort in der Regel keine alternativen Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung stehen. Der Umkehrschluss, dass ein Windpark in Schleswig-Holstein nicht additiv ist oder nicht auf Nachhaltigkeit einzahlt, ist aber falsch. Auch da besteht eine Additionalität, wenn auch weniger stark.
Anderes Beispiel: Manche Anleger wollen nur in nachhaltige Unternehmen oder Branchen investieren. Das verengt den Finanzierungsspielraum eines Versorgers, der größtenteils Kohlekraftwerke betreibt, aber sein Renewables-Portfolio vergrößern und für dieses Vorhaben einen Green Bond begeben will. Das gleiche gilt für einen Zementhersteller, der in CO_2-ärmere Produktionsverfahren investieren will.
Wir schätzen an Emissionen nach dem Green-Bond-Standard die Reportings zur Finanzierungsverwendung und dass unabhängige Dritte kontrollieren, dass der Emissionserlös tatsächlich in ein grünes Projekt fließt. Green Bonds helfen, die Transformation eines nicht-nachhaltigen Unternehmen in ein nachhaltiges zu unterstützen.

Weisen Green Bonds Unterschiede in der Bonität oder Liquidität auf?
Bei den Emittenten von Green Bonds handelt es sich überwiegend um Kreditinstitute. Es gibt aber auch Emissionen von Unternehmen und Staaten. Die Relation von Rendite zu Bonität muss natürlich stimmen.

Wie hat sich die Allokation der DBU in regionaler Hinsicht entwickelt?
Unser Schwerpunkt liegt nach wie vor in Deutschland und Europa. Darüber hinaus stellen die USA für uns einen wichtigen Markt dar. Hinzu kommen einige Nischeninvestments insbesondere in Asien, wo wir in den vergangenen Jahren etwas verstärkt investierten.

Was ist mit China?
Wir Europäer hielten über Jahre nach neuen Märkten für weitere Expansionen Ausschau. Die nun bestehenden geopolitischen Verwerfungen führten jedoch zu einer gegenteiligen Phase der Deglobalisierung. Regionen schotten sich ab und streben eine möglichste große Autonomie bezüglich Produktion, Ressourcen und Energie an. Das führt am Ende zu sinkendem Wohlstand aufgrund von Handelsbarrieren und teurerer Produktion – und wirkt sich auf unsere Asset-Allokation insofern aus, dass wir weiter unseren Schwerpunkt auf Europa und Deutschland setzen. Mit dieser Ausrichtung fühlen wir uns wohl.
Natürlich sind wir über die Unternehmen im Dax und im Euro Stoxx 50 auch global aufgestellt. Aber es ist ein Unterschied, direkt in chinesische Unternehmen zu investieren. Aus den gleichen Gründen, warum wir nie in Russland investiert haben, investieren wir heute nicht direkt in China. Uns sorgt die politische Entwicklung und in Russland hat man gesehen, wie schnell sich ein Markt verändern und man seine Investments abschreiben kann. Dieses Risiko mag in China nicht akut sein und China ist die emporstrebende neue Weltmacht. Aber wir halten uns trotzdem fern.

Zur geopolitischen Lage leisten aber auch die USA einen erheblichen Beitrag.
Wir sehen natürlich, dass durch das deutlich veränderte Verhalten der politischen Führung der USA Risiken entstanden sind –

auch für ausländische Kapitalanleger. Wer weiß, ob man nicht eines Tages ausländische Investoren zur Lösung des amerikanischen Verschuldungsproblems heranzieht. Andererseits ist der US-Markt viel zu groß und attraktiv, um ihn links liegen zu lassen. Darum haben wir uns entschieden, an unseren Anlagen in den USA festzuhalten, diese aber nicht weiter auszubauen.
Vorsichtig ausgebaut haben wir dagegen unsere Investments in Südostasien. In Indien sind wir schon seit 20 Jahren investiert. Diesen Wachstumsmarkt mit knapp 1,5 Milliarden Einwohnern sollte man auf dem Radar haben.
Ich bin gespannt, wie sich alles weiterentwickelt. Klar ist, dass das Gesamtumfeld schwieriger wird, da die geopolitischen Verwerfungen in ihren Konsequenzen für globale Kapitalanleger durchaus besorgniserregend sind.

„Aus den gleichen Gründen, warum wir nie in Russland investiert haben, investieren wir heute nicht in China."

Laut Stiftungssatzung ist bei der Verwaltung auf eine sparsame Wirtschaftsführung zu achten. Heißt das, das die DBU auch in Indien direkt in Aktien investiert?
Nein. In den Emerging Markets oder auch in den USA Einzelanlagen zu selektieren, wäre keine gute Idee. Dafür fehlen uns die Ressourcen. Das machen wir über aktiv gemanagte Spezialfonds oder über ETFs. Aktives Management macht vor allem in weniger transparenten Märkten Sinn.
Bei unserer Größenordnung bietet es sich aber schon aus Kostengründen an, auch eine eigene Vermögensverwaltung zu haben. Wir haben für Aktien, Anleihen und die illiquiden Assets jeweils einen Verantwortlichen und zudem ein separates Controlling sowie jeweils noch ein Backoffice für die Verbuchung, Reporting und Risikomessung. Wir verwalten über 80 Prozent unserer Assets hier direkt im Haus. Das ist günstiger als eine Fremdverwaltung.
Generell gilt, dass Stiftungen sparsam wirtschaften müssen. Schließlich sind Stiftungen gemeinnützige Mittel anvertraut.

Zur Durationspolitik: Macht es Sinn, die Laufzeiten von Anleihen und Förderprogrammen zu synchronisieren, also eine Art Stiftungs-ALM aufzusetzen?
Unsere Förderprojekte laufen in der Regel zwei, drei Jahre. Wenn wir ein Förderprojekt bewilligen, dann wird sofort die gesamte Fördersumme als Verbindlichkeit zu Lasten des jeweiligen Förderjahres verbucht. Damit sind mehrjährige Projekte, die jetzt bewilligt werden, quasi schon durchfinanziert und bezahlt aus dem laufenden Haushaltsjahr. Wir müssen also nicht künftige Fördermittel aus künftigen Erträgen stemmen. Ein Stiftungs-ALM benötigen wir also nicht. Wenn wir zum Beispiel künftig deutlich geringere Erträge hätten, könnten wir die Förderungen runterfahren. Bei uns folgt die Förderung den Möglichkeiten der Kapitalanlage. So können wir nicht unter Druck kommen. Dieses Vorgehen ist auch deshalb sinnvoll, weil eine Stiftung gesetzlich verpflichtet ist, ihr Kapital zu erhalten.
Wir versuchen in unserem Anleiheportfolio eine vernünftige Laufzeiten-Streuung zu fahren, um auf Veränderungen auf den Rentenmärkten reagieren zu können. Länger als zehn Jahre gehen wir in der Regel nicht. Da es somit laufend zu Fälligkeiten kommt, sind Zinssteigerungen für uns eher gut als schlecht, da wir höherrentierlich neu anlegen können. Für die Performance sind Zinssteigerungen weniger gut, da der Wert des Bestandsportfolios sinkt. Allerdings sind Performance-Betrachtungen für uns eher nachrangig. Da wir – sofern die Rückzahlung nicht gefährdet ist – die Papiere bis zur Endfälligkeit halten wollen, verbuchen wir die Bonds zu Anschaffungswerten.

30-jährige französische Staatsanleihen locken nun mit über fünf Prozent Rendite …
Das Risiko einer so langen Laufzeit ist uns zu groß. Was, wenn die Renditen noch weiter steigen? Unsere Duration über das Gesamtportfolio liegt bei etwa fünf. Damit fühlen wir uns wohl.
Der Zinsanstieg ist vor allem inflationsbedingt. Das ist aus Stiftungssicht schlecht, da Inflation den realen Werterhalt erschwert und Förderungen verteuert. Inflation ist für eine Stiftung eines der Hauptprobleme. Wir bilden jährlich eine Rücklage möglichst in Höhe der aktuellen Inflationsrate. Zwei Prozent Inflation können wir durch Rücklagenbildung relativ gut abbilden. Drei Prozent würden die Erträge nicht ermöglichen. Insofern sehen wir die steigende Inflation mit Sorge. Auch, weil man derzeit aus einer Vielzahl von Gründen nicht davon ausgehen kann, dass die Inflation wieder deutlich zurückgeht.
In den vielen Jahren einer extrem niedrigen Inflation konnten wir einen Fördermittelpuffer aufbauen. Der ist uns aber nun in wenigen Jahren weggeschmolzen. Jetzt liegen wir wieder auf der Nulllinie. Aber wir konnten unser Stiftungskapital seit 1991 real erhalten. Mal sehen, ob unsere Rücklagenbildung auch künftig mit der Inflationsrate mithält. Der reale Kapitalerhalt ist auch ein wesentlicher Grund für uns, Aktien zu halten. Steigen die Kurse, steigen unsere Reserven auf die Anschaffungswerte.

Was ist das Ertragsziel?
Aus den Erträgen müssen wir die Fördermittel, die Rücklage für den inflationsbereinigten Kapitalerhalt und die Kosten für die Verwaltung stemmen. Hierfür streben wir einen jährlichen Ertrag von 4,5 bis fünf Prozent an. Das schaffen wir langfristig.

War es in den vergangenen Jahren nicht schmerzhaft, immer wieder, um die Quoten zu halten, Aktien verkaufen zu müssen?

Wir müssen nicht verkaufen, da wir uns im Wesentlichen an den Buchwerten orientieren und nach Buchwerten liegen wir deutlich unter 30 Prozent. Steigende Kurse bescheren uns steigende stille Reserven. Da wir aber das Gesamtrisiko im Blick haben, stutzen wir auch einmal unser Exposure.

Das ist aber ein Luxusproblem.

In der Tat. Krisensituationen können auf dem Aktienmarkt sehr schmerzhaft sein. Das habe ich von 2000 bis 2002 und 2008 erlebt. Im Jahr 2000 lag der Dax im Hoch bei über 8.000 Zählern, im Tief 2002 bei unter 2.600. Bei über 8.000 lag der Dax erst wieder 2007 – und dann kam 2008, wo es wieder auf fast 4.000 Punkte runter ging. Dann hat es bis 2013 gedauert, bis der Index wieder die 8.000er-Marke genommen hat. Wenn man in diese Krisen mit 50 Prozent Aktien reinrasselt, dann sind die Verluste beträchtlich. Bei Aktien können wir auch nicht zu Anschaffungswerten bilanzieren, sondern müssen abschreiben, was das Jahresergebnis belastet.

Wir sind aber ein sehr langfristiger Anleger, sind eigentlich für die Ewigkeit konstruiert. In der historischen Betrachtung kam es immer zu einer Erholung des Gesamtmarkts, auch wenn es mitunter Jahre dauerte. Auf diesen Erholungseffekt setzen wir, auch wenn es bedeutet, dass wir einige schwache Jahre durchstehen müssen. Es auszuhalten, dass die Werte jeden Tag verfallen und man auf dem Papier immer ärmer wird, ist aber nicht einfach. Wir haben aber 2002 und 2008 durchgehalten und konnten in den Folgejahren nach und nach wieder zuschreiben. Das bestätigt uns darin, in einem künftigen Krisenfall wieder durchzuhalten und nicht zu verkaufen.

Durchhalten war richtig. Wäre es nicht noch richtiger, Aktien nachzukaufen? Family Offices würden von Rebalancing sprechen.

Sinnvoll könnte sein, den Mut aufzubringen, bei guten Werten selektiv zuzukaufen. Auf die SAA bezogen machen wir ein Rebalancing eher dann, wenn ein Markt sehr hoch steht. Dann realisieren wir Gewinne. Die Quoten der strategischen Allokation haben wir auch in der Niedrigzinsphase etwas gedehnt, um die Anleihequote leicht zu reduzieren. Dafür gingen wir in Real Assets. Wir denken aber, dass wir langfristig mit unserer Allokation gut aufgestellt sind. Schließlich müssen wir unsere Förderfähigkeit in ganz unterschiedlichen Marktphasen aufrechterhalten und die Schwankungen nicht zu groß werden lassen. Und mal läuft die eine Asset-Klasse gut, mal die andere. Außerdem stehen wir mehr in der Öffentlichkeit als ein Family Office, sollten also zu hohe Abschreibungen vermeiden.

Risikomanager würden Aktien absichern.

Mit Absicherungen beschäftigten wir uns häufig. Manche Stiftungen machen es – wir aber nicht. Wenn man Absicherungen als Strategie betrachtet, muss man fortlaufend absichern. Ansonsten wäre es Spekulation. Fortlaufend abzusichern, hieße bei einer Stiftung, über Jahrzehnte Sicherungsstrategien zu fahren. Hedging-Kosten über Jahrzehnte betrachtet sind nicht unerheblich. Ein langfristiger Anleger, der relativ unempfindlich gegen Kursschwankungen ist, sollte diese Kosten vermeiden. Was für uns auch gegen Absicherungen spricht, ist, dass nicht alle Hedging-Strategien im Bedarfsfall wie erwartet funktionieren. Wenn wir Risiko rausnehmen wollen, würden wir die Quote reduzieren.

Nach welchen Kriterien wählt die Stiftung eigentlich die Einzeltitel aus?

Wir kaufen Aktien, um sie zu halten. Wir sind kein Trader. Wir haben beispielsweise SAP noch teilweise zu 24 Euro eingebucht. Wir achten auf die Dividendenausschüttung, weil eine Stiftung ordentliche Erträge braucht. Da wir aber für den realen Werterhalt auch Kurssteigerungen brauchen, investieren wir auch in Wachstumswerte mit geringer oder gar keiner Dividende. Ein Aktienportfolio braucht eine gesunde Mischung. Darum streuen wir – unter Berücksichtigung unserer Nachhaltigkeitsstrategie – auch nach Sektoren. Grundsätzlich ist unser Universum der Stoxx Europe 600.

Für 2025 gabs von SAP eine Dividende von 2,50 Euro. Das macht auf den damaligen Einstiegskurs eine Dividendenrendite von über zehn Prozent. BMW-Aktien kosteten Anfang der 90er-Jahre etwa sechs Euro und für 2025 bekamen die Aktionäre eine Dividende von 4,40 Euro. Sollte die DBU damals gekauft haben, liegt die Ausschüttungsrendite bei 73 Prozent. Kann man da nicht von sogar sehr ordentlichen Erträgen sprechen?

„Wir kaufen Aktien, um sie zu halten. Wir haben SAP noch teilweise zu 24 Euro eingebucht.“

Dividenden und Zinsen sind für uns wesentliche Ertragsquellen. Wie gesagt achten wir beim Kauf auch auf Dividenden und bilden uns eine Meinung über deren Stabilität in der Zukunft. Die Dividendenrendite ist aber nur ein Kriterium. Über die Jahre hinweg kaufen wir auch mal zu und realisieren mitunter auch etwas. Es ist nicht so, dass wir jede Aktie, die wir mal in den 90er-Jahren gekauft haben, immer noch haben. Viele Titel sind gedreht worden. Wir haben aber manche Aktien tatsächlich seit über 30 Jahren im Bestand.

Zu den Real Assets: Wie kommt die DBU mit Grünstrom auf einen grünen Zweig?

Nach zehn Jahren ist unsere Erfahrung, dass die Ausschüttungen aus unseren Erneuerbare-Energien-Fonds in etwa vergleichbar mit denen der Immobilienfonds sind. Diese Ausschüttungen sind nicht hoch, aber relativ stabil und verlässlich. Über Mehranlegerfonds halten wir Anteile

an etwa 130 Solarparks, knapp 80 Windparks, 30 Wasserkraftanlagen und zehn Batterieprojekten. Wind ist ertragsstärker als Photovoltaik, aber weniger verlässlich – auch darum ist eine breite Streuung wichtig. Viel ist in Deutschland und in Frankreich. Wir haben aber auch Anlagen in Spanien, England, Skandinavien, in den USA und in den Emerging Markets. Direkte Investments kommen für uns schon deshalb nicht in Frage, weil wir als Stiftung keine gewerblichen Erträge erzielen dürfen.

Ist aber das Risiko mit Immobilien vergleichbar? Eine Immobilie streut über verschiedene Mieterrisiken, die Renewables hängen am Ende alle vom Strompreis ab.
Das stimmt so nicht. Wenn man an einem Hotel oder einem Pflegeheim beteiligt ist, hat man einen Pächter. Wohnungen haben wir nicht. Für Büros mag gelten, dass ein Objekt mehrere Mieter hat.
Ich würde argumentieren, dass eine Immobilie Leerstand haben kann, man dagegen Grünstrom immer verkaufen kann und der Energiebedarf steigt. Mag sein, dass der Strompreis auch einmal negativ ist. Das gilt aber nicht für eine Jahresbetrachtung. Außerdem wird der Energiebedarf schon aufgrund des Wachstums der Emerging Markets ständig steigen. Mit steigendem Wohlstand steigt deren Energiebedarf. KI weist ebenfalls einen enorm steigenden Energiebedarf auf.
Bei Immobilien geht man wiederum davon aus, dass der Gebäudewert über die Jahre steigt. Bei Renewables handelt es sich dagegen um technische Anlagen, die abgeschrieben werden müssen, weil sie irgendwann – wenn auch oft später als erwartet – verschlissen sind. Allerdings sind die Standorte wertvoll, wenn man das Recht hat, dort ein Repowering zu machen. Aus praktischen Erfahrungen kann ich jedoch noch nicht berichten, da unsere Projekte noch nicht so alt sind.

Wie laufen Erneuerbare Energien in den Emerging Markets?
Dort hat man nicht nur Rechtsrisiken. Gerade bei illiquiden, langfristigen Anlagen, muss man auf die Risiken achten. Wir investieren nur noch in Zusammenarbeit mit Entwicklungsbanken, die einen gewissen Teil des Risikos übernehmen und ihre Expertise einbringen. Wir sind beispielsweise mit der DEG unterwegs. Über einen Fonds haben wir Anlagen in Nicaragua, Peru, Kenia oder Kasachstan.

Was ist lukrativer? Europa oder die Emerging Markets, wo Entwicklungsbanken nicht nur das Risiko, sondern auch die Rendite reduzieren.
Für eine seriöse Antwort sind unsere Schwellenländer-Anlagen nicht groß genug. Grundsätzlich wollen wir in den Emerging Markets eine Rendite sehen, die etwas höher als in Europa ausfällt – außer mir werden die Risiken abgenommen. Dann darf der Ertrag auch in etwa gleich sein.

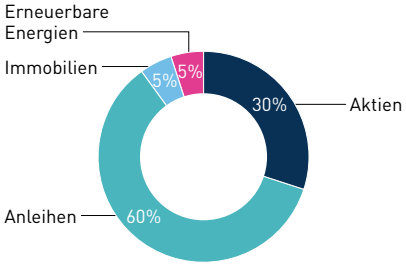
Warum stagniert der weitere Ausbau des Renewables-Portfolios?
Derzeit allokieren wir weniger zügig als in den letzten Jahren. Wesentlicher Grund sind die höheren Zinsen. Der Renditeabstand von Renewables zu Anleihen ist geschmolzen. Und das Risiko einer illiquiden Anlage ist höher als bei einer Anleihe.

Eine weitere Nische, in die die DBU investiert, ist Microfinance. Mit welchen Erfahrungen und welchem Erfolg?
Unsere Microfinance-Quote liegt deutlich unter einem Prozent unseres Stiftungsvermögens. Aber wir legten seit 20 Jahren stets einige Millionen an. Damals hat Muhammad Yunus, der Gründer der Grameen Bank und damit einer der Wegbereiter für Mikrofinanz, den Friedensnobelpreis bekommen. Aus eigener Anschauung auf einer privaten Reise in Indien fand ich die Wirkung von Mikrofinanzprojekten sehr überzeugend. Dann sind wir als Anleger eingestiegen.
Microfinance ist eher renditeschwach, da es sehr kleinteilig und aufwändig ist. Dafür ist Microfinance aber risikoarm. Wir haben über zwei Dekaden hinweg noch nie mit Microfinance Geld verloren. Grund ist die breite Diversifizierung.
Entscheidend ist, dass die Distributoren vor Ort die richtigen Kreditnehmer auswählen. Meist sind es Frauen, die Kleinstbeträge bekommen, um damit Geschäfte zu finanzieren. Die Motivation der Kreditnehmer, die Gelder zurückzuzahlen, ist sehr groß.

Können die Förderungen auch das Kapitalanlagespektrum vergrößern?
Vermögensanlage und Förderung müssen bei einer gemeinnützigen Stiftung klar getrennt sein. Es ist auch eher andersherum: Ab und an haben wir auf der Förderseite Förderprojekte aus dem Bereich Sustainable Finance. Zum Beispiel gab es vom Sustainable-Finance-Beirat, dem ich in der letzten Legislaturperiode angehörte, die Empfehlung, eine Plattform für gemeinsames Voting zu schaffen. Das würde die Wirkung von Engagements erhöhen. Rechtlich ist eine solche Plattform – Stichwort „Acting in Concert"– aber kritisch. Um die Machbarkeit einer solchen Plattform zu prüfen, haben wir hier in der DBU ein Förderprojekt aufgesetzt. Ergebnisse liegen aber noch nicht vor.
Weiter unterstützten wir ein Projekt der Uni Hamburg zu plausiblen Schätzverfahren von Scope-3-Daten. Die Ergebnisse waren vor allem für Datenprovider interessant.
Wir sind durchaus aktiv, solche Themen grundsätzlich inhaltlich voranzubringen – als Investor und mit Fördermitteln.

Wo Förderung und Kapitalanlage vielleicht auch zusammenfinden könnten: Mit Windparks auf den DBU-Naturerbe-Flächen ließen sich doch Pachtkosten vermeiden?
Selbstverständlich findet auf unseren Naturerbe-Flächen keinerlei wirtschaftliche Nutzung statt. Dort betreiben wir ausschließlich Naturschutz.

SAA nach Marktwerten



Quelle: DBU; © portfolio institutionell





Die nachhaltige Kapitalanlage durchläuft derzeit den Rhythmus der Jahreszeiten: Im Frühling sprießen die Knospen und die Triebe. Es folgt kräftiges Wachstum und Verästelung. Der Sommer ist ein einziges Fest: Wohin man auch blickt, fast überall zeigt sich sattes Grün.
Doch dann kommt unweigerlich der Herbst. Außer bei den immergrünen Pflanzen färbt sich nun überall das Laub. Und so wie die Farbe sich ändert, wechselt auch die Stimmung. Mal ist das Blattwerk gelb, andernorts braun und welk. Dann ist der Winter nicht mehr fern.

Nachhaltigkeit ist Risikomanagement



Ganz so ungebremst verhält es sich zwar nicht mit dem Interesse der Anleger an nachhaltigen Kapitalanlagen. Doch das Grün vergangener Tage ist verblasst. Viele sind erschöpft von der zunehmenden Regulierung. Andere sind enttäuscht von der Performance. Mancher hatte sich mehr versprochen. Wieder andere lassen sich jedoch nicht entmutigen.
Denn, um die Metapher der Jahreszeiten noch einmal zu bedienen, es gibt auch in der nachhaltigen Kapitalanlage eine immergrüne Vegetation. Wie sie sich entfaltet, lesen Sie auf den folgenden Seiten.

Risikomanagement ist ein Begriff, mit dem jeder etwas anfangen kann

Von Tobias Bürger

Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage ist in den vergangenen Jahren ein immer komplexeres Thema geworden. Das betrifft die Anlagestrategien ebenso wie die Regulatorik. Beides hat viele Kapazitäten gebunden. Unterdessen sind die Emissionen klimaschädlicher Gase auf Höhenflug, was die Erde weiter aufheizt. Und nun?

Es ist still geworden um die Nachhaltigkeit in der institutionellen Kapitalanlage – jedenfalls rein subjektiv betrachtet. Während in den vergangenen Jahren gefühlt jeder Asset Manager darauf hingewiesen hat, dass nachhaltiges Handeln in seiner DNA liege, spricht das heute kaum noch jemand so lautmalerisch aus. Doch das ist kein singuläres Phänomen, sondern betrifft auch die breite Öffentlichkeit. Der Vorstandsvorsitzende des Forums Nachhaltige Geldanlagen e.V. (FNG), Marian Klemm, beklagt im aktuellen FNG-Marktbericht, dass das Jahr 2025 in vielen Gesprächen innerhalb der nachhaltigen Finanzbranche von einer zentralen Frage geprägt gewesen sei. Sie lautet: Wann wird die Nachhaltigkeit in der Öffentlichkeit wieder priorisiert?

Das FNG bezeichnet sich als Fachverband für Nachhaltige Geldanlagen im deutschsprachigen Raum. In diesem Jahr feiert der in Berlin ansässige Verein seinen 25. Geburtstag. Doch nach Feierlaune klingt es nicht, was Klemm im Marktbericht, der im Juni erschienen ist, vermeldet: „Nach mehreren Jahren eines dynamischen Aufschwungs, getragen von wachsender Nachfrage und einer zunächst unterstützenden Regulierung, hat sich das Umfeld spürbar verändert. In den vergangenen Jahren beobachten wir einen Backlash gegenüber Nachhaltigkeitsthemen im Allgemeinen und eine gewisse Ernüchterung innerhalb der nachhaltigen Finanzwirtschaft.“ Backlash lässt sich mit „Gegenreaktion“ übersetzen. Kritiker der einschlägigen ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales und Governance) würden nun vielleicht genüsslich feststellen, dass das Nachhaltigkeitspendel zurückschlage. Doch das ist allein schon aufgrund des Klimawandels keine passende Metapher.

Jedoch belegen handfeste Zahlen vom Fondsmarkt die vom FNG geschilderte Entwicklung. Ende Juni verwalteten Publikums- und Spezialfonds nach Artikel 8 und Artikel 9 der EU-Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) insgesamt 1.491 Milliarden Euro. Das sind 110 Milliarden Euro beziehungsweise knapp 8 Prozent mehr als Ende 2025, wie der deutsche Fondsverband BVI berichtet hat. Das Fondsvermögen der Publikumsfonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen kletterte von 901 Milliarden Euro auf 981 Milliarden Euro. Bei Spezialfonds erhöhte es sich von 480 Milliarden Euro auf 509 Milliarden Euro.

Das Ende des Nachhaltigkeits-Hypes im Retail-Geschäft

Der deutliche Vermögensanstieg ist jedoch vor allem auf die positive Entwicklung an den Kapitalmärkten zurückzuführen. Das Netto-Mittelaufkommen blieb hingegen verhalten. Im ersten Halbjahr 2026 flossen Publikums- und Spezialfonds nach Artikel 8 beziehungsweise 9 zusammen netto vier Milliarden Euro zu. Davon entfielen 1,3 Milliarden Euro auf Publikumsfonds und 2,7 Milliarden Euro auf Spezialfonds. Zum Vergleich: Fonds ohne entsprechende Nachhaltigkeitsmerkmale verzeichneten von Anfang Januar bis Ende Juni Nettozuflüsse von insgesamt 75,4 Milliarden Euro. Der „Nachhaltigkeits-Hype“ vergangener Jahre im Retail-Geschäft ist vorbei. Das belegen nicht nur die BVI-Zahlen, sondern

auch Prof. Dr. Dirk Söhnholz, Geschäftsführer der Söhnholz Advisors GmbH, bestätigt das im Gespräch mit portfolio institutionell. Zugleicht warnt er vor übersteigerten Erwartungen der Anleger und vermutet mit Blick auf die ins Stocken geratenen Mittelflüsse im Retail-Sektor ein „zu schnelles Investieren in ein Segment, das man vielleicht gar nicht so durchdrungen hat". Dennoch gebe es im Privatkundenbereich großes Potenzial nach vorne, sagt Söhnholz, der sich im Tagesgeschäft intensiv mit liquiden Impact-Portfolios beschäftigt und Modellportfolios entwickelt. Diese bietet er deutschen und österreichischen Vermögensverwaltern an.

Außerdem ist Söhnholz als Fondsberater tätig. Seine Soehnholz ESG GmbH betreut einen auf Einzelaktien basierenden Publikumsfonds mit einem überschaubaren Fondsvermögen. Ziel des Konzepts ist es, möglichst viel Impact im liquiden, börsennotierten Bereich zu erreichen. „Die Nachfrage ist extrem verhalten. Das Fondsvolumen liegt unter zehn Millionen Euro", räumt der 63-Jährige ein, der in seiner Laufbahn unter anderem für Feri Institutional Advisors und Veritas Investment tätig gewesen ist. Heute reicht er seine Expertise als Honorarprofessor für Asset Management an der Universität Leipzig an die nächste Generation weiter.

Gleichwohl sei das Interesse bei Privatanlegern groß. „Etwa 70 Prozent von ihnen wollen nachhaltige Investments haben und dann vor allem Impact. Sie wollen etwas bewirken mit ihren Investments. Das zeigen Umfragen, etwa der Bundesbank oder der Bafin", fährt Söhnholz fort. Doch nur wenige haben entsprechende Anlagen im Portfolio. Dass zwischen Interesse und Umsetzung eine Lücke klafft, führt Söhnholz auf die Financial Intermediaries zurück. Die Vermögensverwalter, Berater und Finanzplaner seien momentan zurückhaltend. Ebenso die großen Asset Manager. Aber anders als bei Privatanlegern sieht Söhnholz auf der institutionellen Seite weniger Interesse. Kein institutioneller Anleger werde seine Anlagen zu 100 Prozent „Sustainable" aufstellen, vermutet er. „Aber wenn die Großanleger bei 100 Prozent ihrer Anlagen ESG-Risiken berücksichtigen und davon 20 Prozent Impact Investments machen, dann ist das meiner Meinung nach sinnvoll." Doch davon kann derzeit noch keine Rede sein.

Wachstum gibt es, wenn schon nicht bei den Mittelzuflüssen, so doch bei den ESG-Ratingagenturen. Mittlerweile haben sich 113 dieser Spezialanbieter, die ihre Dienstleistungen neben Kreditratingagenturen anbieten, bei der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde Esma für den Vertrieb von ESG-Bewertungsleistungen angemeldet, die unter die neue ESG-Ratingagentur-Direktive fallen. Auch aufseiten der akademischen Forschung ist von Gegenwind wenig zu spüren. Darauf weist Dirk Söhnholz hin. „Es gibt noch immer extrem viel ESG-Research", sagt er und erwähnt dabei auch sein Faible für Impact Investing im liquiden Anlagebereich. Woche für Woche veröffentlicht Söhnholz einen Research Post mit den nach seiner Eischätzung besten Aufsätzen des jeweiligen Zeitraums. „Das sind bis zu zehn wissenschaftliche Studien zum Thema Nachhaltigkeit und zu nachhaltigen Investments, aber auch sonstige Themen, die mich interessieren. Zum Beispiel KI in der Finanzplanung." Doch hier gebe es noch Lücken. Und was würde in diesem Research stehen, wenn Sie sich das wünschen könnten?, wollen wir von ihm wissen. Söhnholz: „Der wichtigste Indikator für Impact im Aktienbereich oder bei Unternehmensanleihen ist aus meiner Sicht die Vereinbarkeit mit den SDGs, also mit den 17 Entwicklungszielen der Vereinten Nationen. Der SDG-Umsatz zum Beispiel ist eine besonders relevante Kennzahl, das haben wir im Sustainability-Komitee bei der DVFA festgestellt: Alle großen Datenanbieter bieten diese Kennzahl seit Jahren an." Sie misst, welcher Anteil am Umsatz eines Unternehmens mit den SDGs übereinstimmt. Doch es gebe extrem wenig wissenschaftliches Research, das diese Kennzahl nutzt, so Söhnholz.

Neue Regeln zum Schutz vor Grünfärberei

Dass es in den PR-Abteilungen der Asset Manager und auch bei den Kommunikatoren der Großanleger selbst zuletzt eher still geworden ist, dürfte regulatorische Gründe. Denn seit dem 27. September 2026 gelten die neuen Vorgaben der europäischen Richtlinie zur Stärkung der Verbraucher für den ökologischen Wandel, kurz Empco, in Deutschland – umgesetzt werden sie im Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb. Untersagt sind unter anderem allgemeine Umweltaussagen ohne Nachweis einer anerkannten hervorragenden Umweltleistung, kompensationsbasierte Neutralitätsclaims für Produkte und Nachhaltigkeitssiegel ohne ein zugrunde liegendes Zertifizierungssystem, berichtet das Climate-Tech-Unternehmen Right mit Sitz in Frankfurt am Main. Besondere Anforderungen gelten demnach für Aussagen über die künftige Umweltleistung, also für Sätze wie „klimaneutral bis 20XX".

Die scheinbar festgefahrene Lage sorgt für eine Fülle von Fragen. Ein Marktteilnehmer der ersten Stunde ist Axel Wilhelm mit Erfahrung in den Bereichen Nachhaltigkeit, ESG-Ratings und Finanzmärkte. Seit Anfang dieses Jahres bringt er seine Expertise beim NKI – Institut für nachhaltige Kapitalanlagen ein. Bei der Beratungsgesellschaft mit Sitz in Hannover ist Axel Wilhelm Mitglied der Geschäftsleitung. Vor seinem Wechsel arbeitete der 62-Jährige unter anderem bei den ESG-Ratingspezialisten Sustainalytics, Imug Rating und Ethi-Finance. Im Gespräch mit unserer Redaktion macht der Fachmann deutlich, dass er die Art und Weise, wie die Empco in Deutschland umgesetzt worden ist, bedauert. In anderen Ländern seien die EU-Vorgaben nicht so streng geregelt, sagt er und spannt den Bogen zu den PR-Abteilungen: „Hierzulande herrscht Unsicherheit, sodass man in der Kommunikation weniger macht." Wilhelm meint, der Regulierer habe in Sachen Empco nicht zu Ende gedacht und kommt zu der Einschätzung, dass die Regulierung, auch wenn sie gut gemeint sei, den gesamten Markt für nachhaltige Kapitalanlagen zurückwerfen könne. Wie stark der „Backlash" ist, zeigte sich Anfang 2025. Damals hatte die im Jahr 2020 gegründete Net-Zero-Asset-Managers-Initiative

(NZAM) ihre globalen Aktivitäten ausgesetzt, nachdem Blackrock das Bündnis verlassen hatte. Ende Februar 2026 gelang der Neustart. Mehr als 250 Vermögensverwalter hatten zuvor die aktualisierte Verpflichtungserklärung unterzeichnet, wie die Gruppe berichtet hat. Und doch spürt man auch hier den Gegenwind. Auf ihrem Höhepunkt im Januar 2024 hatte die Initiative 325 Unterzeichner gehabt. Abschreiben sollte man die Nachhaltigkeitsbestrebungen im institutionellen Asset Management aber keinesfalls. Zumal 60 Prozent der in einer Studie befragten Investoren, ihre Mittelallokation in Anlagen, die aktiv den Klimawandel bekämpfen, in den kommenden drei Jahren erhöhen wollen. Das zeigt der Global Climate Investing Survey von Robeco.

Zurück zu Axel Wilhelm vom NKI. „Man muss sagen, dass die gegenwärtige Lage auch zum Teil selbstverschuldet ist in der EU“, sagt er und spannt den Bogen nach Europa, um die Sustainable-Finance-Regulierung der Europäischen Union und ihre Verästelungen zu beleuchten. Unter dem Begriff wird die systematische Berücksichtigung von Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsaspekten bei Finanzentscheidungen verstanden. Seit etwa 2018 hat sich Sustainable Finance zu einem Schwerpunkt der internationalen und europäischen Finanzmarktpolitik entwickelt. „Das war eine Reise der Irrungen und Wirrungen. Und das ist es eigentlich immer noch“, stellt Wilhelm fest. „Man kann konstatieren, dass vielen Investoren der Spaß und die Lust an der Auseinandersetzung mit dem Thema vergangen sind.“

Wilhelm führt die Unzufriedenheit auf die stetig wachsenden Anforderungen zurück, die der Gesetzgeber an Akteure wie Unternehmen der Realwirtschaft und der Finanzbranche stellt. „Mein Eindruck ist, dass die Ressourcen in Regulierungsfragen gewandert sind, die andernfalls in Verbesserungen der Prozesse oder mehr reelle Nachhaltigkeitsaktivitäten gelenkt worden wären“, sagt der ESG-Verfechter diplomatisch.

Doch die European Sustainability Reporting Standards (ESRS) haben ihren Zenit überschritten. Zur Freude des Versicherungsverbands GDV und vermutlich vieler weiterer Akteure hat die EU-Kommission an einer Vereinfachung der Berichtspflichten gefeilt. „Die ESRS müssen ambitionierte Nachhaltigkeitsberichterstattung mit praktischer Umsetzbarkeit verbinden“, forderte GDV-Hauptgeschäftsführer Jörg Asmussen noch im Juni. Inzwischen hat die EU-Kommission die Standards überarbeitet und finalisiert. Die entsprechende Delegierte Verordnung (EU) 2026/1563 wurde am 21. September im Amtsblatt der EU veröffentlicht und tritt am 10. November 2026 offiziell in Kraft.

Was nun, Herr Wilhelm? Und wo geht die Reise in Sachen Nachhaltigkeit hin, wollen wir von ihm wissen. „Die zunehmende Komplexität kann man bedauern. Oder man kann die Herausforderung Nachhaltigkeit annehmen, zuversichtlich nach vorne blicken und annehmen, dass die Regulierung sich mit der Zeit zurechtruckelt“, sagt er im Redaktionsgespräch und lässt sich die Hoffnung nicht nehmen, dass sich über kurz oder lang ein Regulierungsstand einpendeln wird, mit dem Anleger gut arbeiten können. Und zwar nicht nur bei den Berichtspflichten. „Ich hoffe, dass dann auch wieder ein Wettbewerb der Ideen und der besten Nachhaltigkeitslösungen entsteht. Das ist ein wenig in den Hintergrund gerückt.“

Auch die Kapitalanlage verästelt sich weiter

Ein enormes Maß an Komplexität ist nicht nur auf der Regulierungsseite entstanden. Auch das Thema nachhaltiges Investieren ist mit der Zeit vielfältiger und komplexer geworden. Für Kapitalsammelstellen mit kleinen Teams ist das ein Problem, weil die Fülle der Strategien die Verantwortlichen zu überlasten droht. Ging es den ESG-Verfechtern anfangs „nur“ darum, auf besonders kritische Staaten in der Kapitalanlage zu verzichten (zum Beispiel Länder, die die Todesstrafe praktizieren) und die sogenannten Sündenaktien aus dem Anlageuniversum auszuschließen, hat sich die Titelselektion weiterentwickelt. Mancher verlagerte seine Investmentstrategie auf Unternehmen, die innerhalb ihrer jeweiligen Branche oder Kategorie die besten ESG-Werte aufweisen (Best in Class). Auch das von Dirk Söhnholz angesprochene Impact Investing gewinnt mehr und mehr an Bedeutung.

Einen wirksamen Hebel zur Erzielung von Impact im liquiden Segment sehen Marktteilnehmer im Shareholder Engagement, in der Stimmrechtsausübung sowie der Begleitung von Kapitalerhöhungen und Börsengängen. Anleger können insbesondere über aktives Engagement bei den Unternehmen Veränderungen bewirken, argumentiert Dr. Henrik Pontzen, Chief Sustainability Officer (CSO) und Leiter ESG bei Union Investment. „Investoren können im direkten Dialog konkrete Ziele einfordern, auf Hauptversammlungen abstimmen und bei Bedarf öffentlich Druck ausüben“, erläutert er auf Nachfrage unserer Redaktion. Entscheidend sei eine klare Eskalationslogik – vom Gespräch über kritische Abstimmungen und öffentliche Wortbeiträge bis hin zum ultimativen Verkauf der Beteiligung, wenn die anderen Wege sich als nicht zielführend erweisen. „So nehmen wir als aktive Investoren Einfluss auf die Unternehmen, um sie fit für die Zukunft zu machen.“

Eine weitere Strömung bilden Ansätze, bei denen unterschiedliche Kapitalanlagen, ob nun einzelne Immobilien oder börsennotierte Konzerne, vergleichbar gemacht werden in Bezug auf die Frage, wie sehr sie zur Klimaerwärmung beitragen. Das schafft zusätzliche Transparenz, gerade auch im Hinblick auf das Risikomanagement. „Das alles muss weiterlaufen“, fordert Axel Wilhelm angesichts der Transformation von Wirtschaft und Gesellschaft in Richtung Klimaneutralität. „Die Weltgemeinschaft hat schließlich gemeinsame Klimaziele verabschiedet.“ Zur Transformation zählen die Pläne des kanadischen Pensionsadministrators La Caisse, der in Australien in die Renaturierung karger Landstriche investiert und auch damit Geld verdient. Wilhelm lobt dieses Beispiel und

Private Credit im Strukturwandel: Warum die Fondsarchitektur zum Renditefaktor wird



Henning Tietjen
Head of Private Credit Fund Management



Dr. Walid Esmatyar
Private Credit | Strategy & Growth

Corporate Direct Lending hat den Weg von der taktischen Beimischung in die strategische Kernallokation hinter sich. Die Fondsstrukturen passen sich dieser Entwicklung an, mit unmittelbaren Folgen für Liquiditätsplanung, Kapitaleffizienz und Rendite.

Eine Assetklasse verlässt die Aufbauphase

Europäisches Corporate Direct Lending ist längst keine opportunistische Beimischung mehr. Versicherer, Versorgungswerke und Pensionskassen führen Private Credit heute als eigenständige Allokationsklasse mit definierter Zielquote und eigenem Risikobudget. Damit verschiebt sich die Diskussion: nicht mehr, ob die Assetklasse in die strategische Asset-Allokation gehört, sondern welcher Asset Manager ein verlässlicher Partner ist und in welcher Struktur sie als Basisinvestment langfristig gehalten werden kann.

Der klassische Fondszyklus entwickelt sich zum langfristigen Basisinvestment

Die etablierte Antwort war über Jahre der geschlossene Fonds mit acht bis zehn Jahren Laufzeit. Für eine etablierte, dauerhafte Allokationsstrategie bedeutet das eine Kette befristeter Vehikel: alle drei bis vier Jahre ein Nachfolgefonds, jedes Mal Due Diligence, Gremienbefassung, Vertragswerk, Verlängerung von Investitionsphasen und Onboarding. Hinzu kommen Kapitalabrufe, deren Zeitpunkt und Zeitraum der Investor nicht steuert und die seine eigene Liquiditätsplanung mit Unsicherheit belasten. Ein ökonomischer Mehrwert entsteht aus diesem Zyklus nicht; er ist ein Erbe der Strukturkonvention geschlossener Fonds, nicht eine Eigenschaft der Assetklasse.

Blind Pool und J-Curve sind messbare Kosten

Besonders sichtbar wird das in der Aufbauphase. Zugesagtes Kapital ist zunächst kein arbeitendes Kapital; Diversifikation entsteht erst über die Zeit und die ersten Kreditentscheidungen prägen das Portfolio überproportional. Der Einstieg in ein bereits investiertes, granulares Portfolio kehrt dieses Verhältnis um: Streuung über Branchen, Jahrgänge und Kreditnehmer besteht vom ersten Tag an. Zugleich verschiebt sich das Auswahlkriterium: Beurteilt wird nicht eine Absichtserklärung, sondern ein sichtbares Portfolio mit belegtem Track Record.

Liquidität ist eine Frage der Konstruktion, nicht des Versprechens

Semi-liquide Vehikel haben gezeigt, dass ein Rücknahmeversprechen nur so belastbar ist wie der Cashflow, der es bedient. Kreditportfolios sind illiquide; wer Rücknahmen aus der Substanz bedienen muss, veräußert im Zweifel die besten Assets zuerst. Tragfähig sind Konstruktionen, die Liquidität aus dem organischen Rückfluss speisen: eine Mindesthaltedauer, danach jährliche, auch anteilige Ausstiegsfenster und ein geordneter Auslauf der betroffenen Vermögenswerte. Ein Sekundärmarkt wirkt ergänzend in beide Richtungen; eintretende Investoren sind über den Erwerb bestehender Anteile sofort investiert, statt auf den nächsten Abrufzyklus zu warten. Dies ist die fairste und transparenteste Lösung für Neu- und Bestandsinvestoren.

Der Preis jederzeitiger Liquidität

Ein Aspekt bleibt in der Debatte um semi-liquide Strukturen meist unterbelichtet: Wer Rücknahmen jederzeit bedienen will, muss dauerhaft Liquidität vorhalten. Diese Reserve verzinst sich zu Geldmarktkonditionen, während die Anlage auf eine Illiquiditäts-, Strukturierungs- und Komplexitätsprämie zielt. Die Differenz kostet Portfoliorendite – dauerhaft und unabhängig davon, ob Ausstiege überhaupt verlangt werden. Werden Ausstiege dagegen aus laufenden Tilgungen und Rückflüssen bedient, entsteht die Liquidität im Kreditportfolio selbst.

Wer über die Haltedauer entscheidet

Lange Fondslaufzeiten sind vor diesem Hintergrund kein Selbstzweck, sondern die Voraussetzung dafür, dass geordnete Ausstiegsmechanismen überhaupt funktionieren. Sie verlagern die Entscheidungshoheit über die Haltedauer vom Produktdesign zum Investor: Der Beginn der Desinvestitionsphase wird zu einer individuellen Größe, bestimmt von der eigenen Allokations- und Liquiditätsplanung statt vom Fondskalender.

Ausblick: Vom Fondszyklus zur Investorengemeinschaft

Die Entwicklung läuft auf einen Perspektivwechsel hinaus: weg von der Abfolge einzelner Fondsgenerationen, hin zu langfristigen Investorengemeinschaften um eine bewährte Kreditstrategie. Das erhöht die Anforderungen an Transparenz, Bewertungsdisziplin und regulatorische Einbettung. Die Kreditselektion bleibt der Renditetreiber, ob diese Rendite planbar und ohne strukturelle Reibungsverluste beim Investor ankommt, entscheidet zunehmend die Architektur des Vehikels.

www.berenberg.de/funds/berenberg-corporate-debt/
E-Mail: corporates@berenberg.de

1590
BERENBERG

hofft, dass deutsche Großanleger in dieser Hinsicht agiler werden. Er sagt, das habe weniger mit moralischen Leitplanken und nachhaltigem Investieren im alten Stil zu tun, sondern dass es eine Win-win-Situation sei, wenn man Naturschutz und Rendite geschickt unter einen Hut bekomme.

Bei der Frage, ob man emissionsintensive Unternehmen auf dem Weg der Transformation finanzieren sollte oder nicht, herrscht Zwiespalt. Warum sollte man Unternehmen, die sich bislang nicht um eine Senkung klimaschädlicher Emissionen geschert haben, unterstützen? Nach Einschätzung von Henrik Pontzen wird die Finanzierung eine Schlüsselrolle spielen, „denn Klimaneutralität lässt sich nicht erreichen, indem Investoren nur bereits ‚grüne' Unternehmen finanzieren. Gerade Grundstoff-, Chemie-, Industrie- und Mobilitätsunternehmen benötigen viel Kapital für neue Technologien und effizientere Prozesse." Zugleich knüpft er diese Einschätzung an eine Bedingung: „Investierbar sollten sie aber nur sein, wenn ihre Transformationsstrategie glaubwürdig, ambitioniert und überprüfbar ist und das Management konkrete Fortschritte belegt."

Und woran sollten Anleger den Erfolg einer ESG-Strategie messen? „Nicht an einem einzelnen ESG-Score, sondern an belastbaren Ergebnissen – und zwar sowohl finanziell als auch ökologisch", vermerkt Pontzen. „Dazu gehören etwa die Entwicklung der Emissionen, die Umsetzung von Transformationsplänen, Fortschritte bei Unternehmensführung und Menschenrechten sowie erreichte Meilensteine im Engagement." Ebenso wichtig ist für den CSO von Union Investment die finanzielle Perspektive: „Eine ESG-Strategie muss langfristige Risiken verringern, die Widerstandsfähigkeit des Portfolios stärken und mit dem Anlageziel vereinbar sein."

Axel Wilhelm warnt mit Blick auf die Klimaziele der Bundesregierung und der „Netto-Null" vor einem Nachlassen der Anstrengungen. „Ob wir es nun bis 2045 schaffen oder bis 2050, das sei einmal dahingestellt. Aber wenn wir erst gar nicht in die Transformation gehen, werden die Kosten und die tatsächlichen physischen Risiken gigantisch groß", erklärt er mit Blick auf Themen wie Verkehrs-, Energie- und Wärmewende. „Da gibt es enormen Kapitalbedarf. Wir stehen im globalen Wettbewerb und müssen uns als Volkswirtschaft modern positionieren. Dazu gehören Erneuerbare Energien, die Dekarbonisierung der Industrie und vieles mehr." Zugleich verweist Wilhelm auf das Pariser Klimaabkommen vom Dezember 2015. Dieses verpflichtet 195 Staaten auf drei Hauptziele: die globale Erderwärmung auf deutlich unter 2 °C – möglichst auf 1,5 °C – gegenüber dem vorindustriellen Niveau zu begrenzen, die Anpassungsfähigkeit an den Klimawandel zu stärken und Finanzströme klimafreundlich auszurichten. Doch die Zeit läuft der Menschheit davon. So sind die globalen Treibhausgas-Emissionen im vergangenen Jahr weiter in die Höhe gegangen. Ende Oktober warnten die Vereinten Nationen davor, dass die Erde bis zum Ende des Jahrhunderts auf eine Erwärmung von bis zu 2,8 Grad gegenüber der vorindustriellen Zeit zusteuern könnte. Uno-Generalsekretär Guterres sagte bei der Vorstellung des Jahresberichts des Umweltprogramms, die internationale Gemeinschaft sei gefährlich weit vom Erreichen ihrer Klimaziele entfernt. Die Treibhausgas-Emissionen befänden sich weiter auf Rekordniveau, und die nationalen Klimaschutzmaßnahmen seien völlig unzureichend. Unterdessen ist der CO_2-Fußabdruck der Kapitalanlagen deutscher Versicherer erneut geschrumpft. Das zeigt der Nachhaltigkeitsbericht 2026 des GDV. Entscheidend für die weitere Dekarbonisierung der Anlageportfolios wird sein, wie der eingeschlagene Weg zur Dekarbonisierung der Realwirtschaft fortgesetzt werde, heißt es von dort.

Der Zustand der Natur im unternehmerischen Kontext

Mehr und mehr steht bei den hiesigen Unternehmen und Großanlegern auch die Biodiversität auf der Agenda weit oben. „Für institutionelle Anleger und Finanzinstitute wird der Zustand von Ökosystemen zunehmend zu einer Frage von Risiko, Rendite und langfristiger Resilienz", sagt Andrea Reuter, Projektmanagerin beim Global Nature Fund. „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."

Axel Wilhelm macht gerade auch vor diesem Hintergrund deutlich, dass im Kontext der Nachhaltigkeit mit den Jahren der Aspekt „Risikomanagement" ins Blickfeld gerückt ist. „Es wird vielfach berichtet, dass ESG einen integrativen Weg gefunden hat, weil man eingesehen hat, dass es gerade unter dem Aspekt ‚Risikomanagement' wichtig ist." Und dann verweist er auf Anstrengungen der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde. „Dort wurde mit Blick auf Klima- und andere Risiken sehr deutlich gemacht, dass ESG, wenn es schon kein Werte-, kein Weltrettungs- und kein ideologisches Thema ist, mindestens aus Risikogründen Berücksichtigung finden muss." Wilhelm vermerkt, das sei die Sprache, die der Finanzmarkt gut verstanden habe.

„Nachhaltiges Investieren wird sich in den kommenden Jahren noch stärker zu einem festen Bestandteil von Risikomanagement und Unternehmensanalyse entwickeln. Im Vordergrund stehen künftig weniger pauschale Ausschlüsse als die Frage, welche Unternehmen glaubwürdige Transformationspläne vorlegen und diese nachweisbar umsetzen", sagt Henrik Pontzen mit Blick in die Zukunft. Entscheidend seien belastbare Daten, klare Verantwortlichkeiten und messbare Zwischenziele. „Sustainable Finance", ergänzt Axel Wilhelm, sei zwar nur ein Beitrag von vielen. „Aber wer als institutioneller Investor mit einem Anlagehorizont von 20 oder 30 Jahren Nachhaltigkeitsfragen, Klimathemen und auch Naturrisiken nicht einkalkuliert, der macht einen schlechten Job."

„Die regulatorische Dynamik der vergangenen Jahre war erheblich“

Oliver Hardt ist Head of ESG Capital Markets & Sustainability Management bei der Bayerischen Versorgungskammer (BVK). Hier äußert er sich zur regulatorischen Dynamik der vergangenen Jahre und erklärt, wie die „Kammer“ mit Nachhaltigkeits- und Klimarisiken in der Kapitalanlage umgeht.

Herr Hardt, sehen Sie es auch so, dass es stiller um Nachhaltigkeit geworden ist?
Der öffentliche Diskurs hat sich aus meiner Sicht verändert. Vor einigen Jahren war Nachhaltigkeit ein stark öffentlich diskutiertes Thema, getragen von Regulierung, Medien und Kapitalmarktteilnehmern. Heute wird darüber weniger gesprochen. Das bedeutet jedoch nicht, dass das Thema an Bedeutung verloren hätte. Vielmehr ist Nachhaltigkeit in vielen Bereichen von der Sonderdisziplin zum festen Bestandteil professioneller Kapitalanlage geworden.
Aus Sicht eines langfristig orientierten Investors steht heute weniger die Frage im Vordergrund, ob Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt werden sollten, sondern wie diese sachgerecht in Risikoanalyse, Portfoliosteuerung und Investmententscheidungen integriert werden können. Themen wie Klimawandel, Ressourcenknappheit, Biodiversitätsverlust, technologische Transformation oder geopolitische Verschiebungen entfalten reale wirtschaftliche Auswirkungen und beeinflussen Geschäftsmodelle, Kapitalströme und langfristige Ertragsperspektiven.
Ich würde daher eher von einer Konsolidierung als von einem Bedeutungsverlust sprechen. Nachhaltigkeit wird zunehmend als Bestandteil eines vorausschauenden Risiko- und Chancenmanagements verstanden und weniger als eigenständiges Spezialthema.

Ist die BVK weiterhin auf Kurs oder schalten Sie einen Gang zurück?
Die BVK verfolgt unverändert einen langfristigen und systematischen Ansatz zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeits- und Klimarisiken in der Kapitalanlage. Für uns geht es dabei nicht um kurzfristige Trends, sondern um strukturelle Entwicklungen mit potenziell erheblicher Bedeutung für die langfristige Risikotragfähigkeit und Werthaltigkeit unserer Kapitalanlagen.

Hat die ESG-Regulierung Ressourcen gebunden, die besser in Nachhaltigkeit investiert worden wären?
Die regulatorische Dynamik der vergangenen Jahre war erheblich. Viele institutionelle Investoren haben beträchtliche Ressourcen aufgewendet, um neue Anforderungen umzusetzen. Grundsätzlich unterstützen wir die Ziele von Transparenz, Vergleichbarkeit und einem besseren Verständnis von Nachhaltigkeitsrisiken. Gleichzeitig stellt sich die Frage, ob jede zusätzliche Berichtspflicht auch einen entsprechenden Mehrwert für Investitionsentscheidungen schafft. Aus Sicht eines Asset Owners sollte Regulierung möglichst dort ansetzen, wo sie eine bessere Steuerung von Risiken und Chancen ermöglicht. Entscheidend ist letztlich nicht die Menge der Berichterstattung, sondern deren Aussagekraft und Entscheidungsrelevanz. Nachhaltigkeit entsteht nicht durch Dokumentation allein, sondern durch qualitativ hochwertige Analysen, den Dialog mit Marktteilnehmern und die Integration relevanter Erkenntnisse in den Investmentprozess.

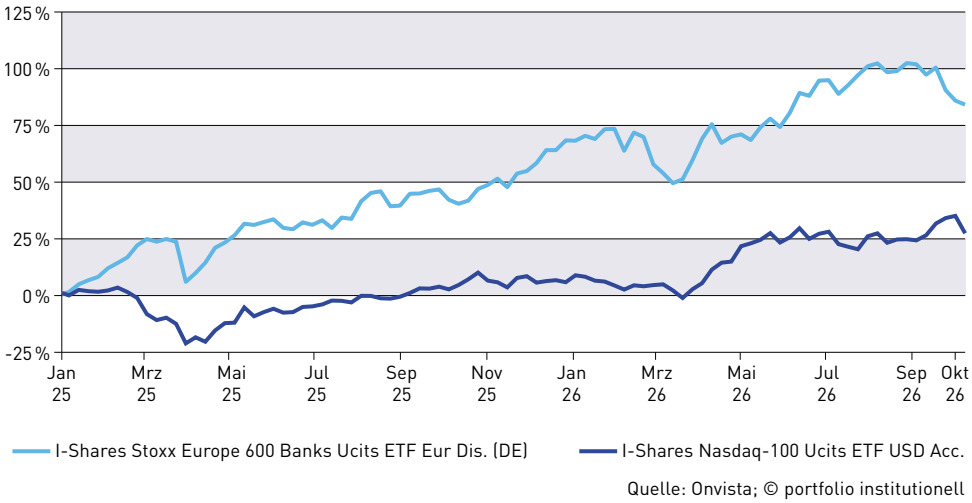

Bild: Heike Bogenberger

Wo setzt die BVK heute ihre Prioritäten?
Unsere Prioritäten leiten sich unmittelbar aus unserem gesetzlichen und treuhänderischen Auftrag ab. Als langfristiger Investor konzentrieren wir uns auf Themen, die einen wesentlichen Einfluss auf Risiko, Rendite und die langfristige Stabilität der Kapitalanlage haben können.
Dazu zählen insbesondere Klimarisiken und Dekarbonisierung, die Weiterentwicklung von Governance-Standards, die Resilienz globaler Wertschöpfungsketten sowie der aktive Dialog mit Vermögensverwaltern und Unternehmen. Darüber hinaus beobachten wir Themen wie Biodiversität, Naturkapital und Wasserverfügbarkeit, die sich zunehmend zu wirtschaftlich relevanten Einflussfaktoren entwickeln. Gleichzeitig berücksichtigen wir die besondere Struktur der Bayerischen Versorgungskammer. Unsere Aufgabe besteht nicht darin, einzelne gesellschaftliche Positionen zu bevorzugen, sondern Nachhaltigkeitsaspekte mit Augenmaß und im Einklang mit unserem Versorgungsauftrag zu berücksichtigen.

Wie geht es Ihrer Meinung nach weiter?
Für Investoren rückt zunehmend die Frage in den Vordergrund, welche Unternehmen und Geschäftsmodelle langfristig widerstandsfähig sind und von den Transformationsprozessen profitieren können. Die Debatte verschiebt sich damit von der ausschließlichen Vermeidung von Risiken hin zu der Frage, welche Investitionen zur Bewältigung dieser Herausforderungen beitragen und gleichzeitig attraktive Risiko-Rendite-Profile bieten.
Nachhaltigkeit wird künftig noch stärker mit Resilienz, Transformation, Versorgungssicherheit und langfristiger Wertschöpfung verbunden sein. Unser Anspruch bleibt unverändert die langfristige Sicherung der Versorgungsleistungen. Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigen wir dort, wo sie dazu beitragen, Risiken besser zu steuern, Transformationsprozesse zu begleiten und langfristig stabile Wertschöpfung für unsere Mitglieder, Versicherten und Leistungsempfängerinnen sowie -empfänger zu erzielen.

Das vollständige Interview mit Oliver Hardt lesen Sie auf portfolio-institutionell.de
Die Fragen stellte Tobias Bürger.

Magnificient Banks



Quelle: Onvista; © portfolio institutionell

Value liefert Value!

Die ganze Welt redet über die Performance der amerikanischen Tech-Werte. Wer aber Performance liefert sind europäische Banken. Seit Anfang 2025 rentierten Europas Finanzinstitute um satte 56 Prozentpunkte mehr als die US-Tech-Stars. Ein Grund für die Outperformance dieses typischen Value-Sektors: Die Bewertungen waren im Vergleich zu den Tech-Stocks mikroskopisch. Ein weiterer Grund: das Zinsumfeld. Und Grund Nummer drei: Finanzierungsprobleme haben nun – Stichwort KI – nicht mehr Banken, sondern Technologieunternehmen.

BAI REPRESENTING ALTERNATIVE INVESTMENTS

Anmeldung & Programm

BAI Private Debt Symposium 2027

18.01. - 19.01.2027 | Scandic Frankfurt Hafenpark

Keynote-Speaker



Prof. Dr. Pascal Böni

Professor für Finance, Vlerick Business School

„Die Performance von Private Credit Fonds im Lichte latenter Datenverzerrungen“

Prof. Dr. Sascha Steffen

DWS Senior Chair in Finance and Professor,
Frankfurt School of Finance & Management

„Private Credit – Europe‘s Next Systemic Fault Line?“



LEAD-SPONSOREN

BARINGS · DWS · PARTNERS GROUP · PEMBERTON

SILBER-SPONSOREN

ARES · Blackstone · BLUE OWL · CAPITAL FOUR · Creditreform Rating · FRANKLIN TEMPLETON · GT GreenbergTraurig · HAYFIN · Manulife | COMVEST · Muzinich & Co · SAIL INVESTMENTS · STEPSTONE

PANEL-SPONSOREN

ALANTRA · BlackRock · CLEARLAKE CREDIT · CRESCENT · Federated Hermes Private Markets · Goldman Sachs Asset Management · ICG · LBPAM EUROPEAN PRIVATE MARKETS · ODDO BHF ASSET MANAGEMENT · PANTHEON · Triton · PATRIMONIUM

COFFEEBREAK-SPONSOREN

DZ PRIVATBANK · RSU

SUPPORTER

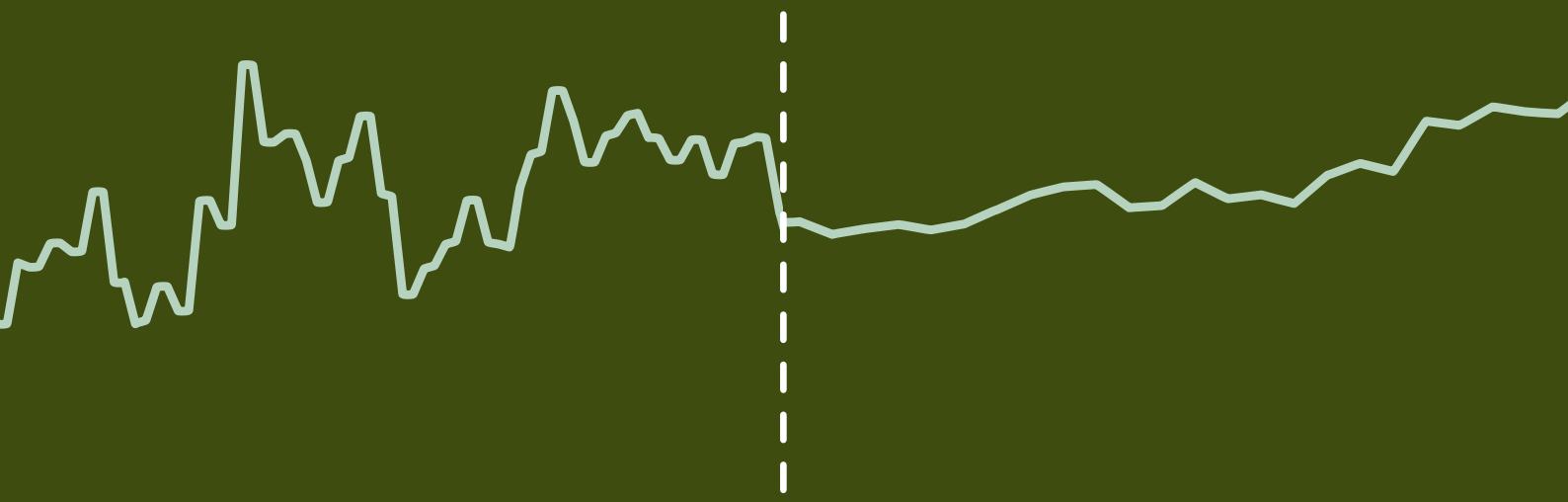
BRIGHT CAPITAL · HARBOURVEST

MEDIENPARTNER

Absolut research · FONDS FRAUEN · FUNDVIEW · INTELLIGENT INVESTORS · InvestorenPlattform · portfolio institutionell

Bei Fragen kontaktieren Sie bitte das Events-Team unter +49 228 96987-35 oder events@bvai.de.

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