Stiftung Klimaneutralität

GUTACHTEN · 07/2026

Gutachten zur Finanzierung der Energienetze aus den Versorgungsrücklagen und Pensionsfonds von Bund und Ländern

Öffentliche Versorgungs-rücklagen können Energienetze finanzieren



AUTOREN

Frederik Digulla

Johannes Schroeten

VERÖFFENTLICHUNG

Juli 2026

Kernbotschaften

Die vier zentralen Befunde des Gutachtens auf einen Blick.

01

Den Verteilnetzen fehlen mindestens 13 Mrd. Euro Eigenkapital.

In die Verteilnetze für Strom und Wärme müssen bis 2045 647 Mrd. Euro investiert werden, davon 68 Mrd. Euro als zusätzliches Eigenkapital. Nach Ausschöpfung alternativer Finanzierungsoptionen bleibt bis 2035 eine Eigenkapitallücke von mindestens 13 Mrd. Euro, vor allem bei den kommunalen Energieversorgern.

02

Rund 80 Mrd. Euro öffentliches Kapital liegen renditeschwach in Anleihen.

Die Versorgungsrücklagen und Pensionsfonds von Bund und Ländern verwalten zusammen rund 126 Mrd. Euro, halten den Großteil davon aber in Staatsanleihen und Pfandbriefen guter Bonität. Illiquide Assets wie Infrastruktur spielen praktisch keine Rolle. Die Rendite bleibt damit weit hinter dem zurück, was vergleichbare öffentliche Fonds wie KENFO, VBL oder internationale Pensionsfonds erreichen.

03

Ein Public-Investor-Pool unter dem Dach des Deutschlandfonds bündelt das Kapital.

Ein geschlossenes, von der KfW geführtes Anlagevehikel bündelt die Zusagen der öffentlichen Fonds als Anker-Investoren und investiert sie in viele einzelne Minderheitsbeteiligungen an Strom- und Wärmeverteilnetzen mit Ticketgrößen von 5 bis 100 Mio. Euro — eine Anlageklasse, die jedem Fonds für sich wegen Mindestvolumina, Transaktionskosten und Spezialisierungsanforderungen verschlossen bliebe.

04

Der Doppelnutzen: Netzausbau finanzieren und Pensionslasten reduzieren.

Die Umschichtung auf die Referenzallokation 50/25/25 hebt die erwartete Rendite der Sondervermögen um rund 1,5 Prozentpunkte pro Jahr — etwa 1,9 Mrd. Euro. Das lenkt zugleich gut 6 Mrd. Euro bestehenden öffentlichen Kapitals in die Verteilnetze für Strom und Wärme, ohne neue Haushaltsmittel zu binden.

IMPRESSUM

AUTOREN

Frederik Digulla
frederik.digulla@stiftung-klima.de

Johannes Schroeten
schroeten@jsp-beratung.de

HERAUSGEBER

Stiftung Klimaneutralität gGmbH · Unter den Linden 42 · 10117 Berlin
info@stiftung-klima.de · stiftung-klima.de

VERÖFFENTLICHUNG

Juli 2026 · CC BY-NC 4.0

ZITIERVORSCHLAG

Digulla, F. & Schroeten, J. (2026): Öffentliche Versorgungsrücklagen können Energienetze finanzieren und dabei bessere Renditen erwirtschaften. Stiftung Klimaneutralität, Berlin.

TRANSPARENZHINWEIS ZUM EINSATZ VON KI

Die Gestaltung dieses Gutachtens sowie die Erstellung aller Abbildungen und Visualisierungen erfolgten mit Unterstützung Künstlicher Intelligenz (Claude, Anthropic); die Inhalte wurden von den Autoren fachlich geprüft und werden von ihnen verantwortet. Hinweis gemäß Art. 50 der Verordnung (EU) 2024/1689 über Künstliche Intelligenz.

Inhaltsverzeichnis

1 Einleitung 1

2 Bestandsaufnahme: Pensionsfonds und Versorgungsrücklagen in Bund und Ländern 3

3 Ausgabenperspektive und Renditedruck 5

4 Portfoliostrategie im Vergleich 8

5 Energie-Infrastruktur als Anlageklasse 10

6 Empfehlungen A: Institutionelle Reform der Versorgungsrücklagen und Pensionsfonds 12

7 Empfehlungen B: Public-Investor-Pool unter dem Dach des Deutschlandfonds 16

7.1 Das Anreizargument: Warum ein Public-Investor-Pool der bessere Weg sein könnte 16

7.2 Mechanik des Public-Investor-Pools 18

Abbildungen

Abb. 1 Ermittlung der Eigenkapitallücke nach Nutzung anderer Finanzierungsoptionen, 2026 bis 2035 1

Abb. 2 Was Bund und Länder heute für Pensionen zahlen 5

Abb. 3 Versorgungsausgaben von Bund und Ländern bis 2060 6

Abb. 4 Allokation im Vergleich 9

Abb. 5 Cashflow der Infrastrukturbeteiligung aus Fondssicht 10

Abb. 6 Renditewirkung der Umschichtung 13

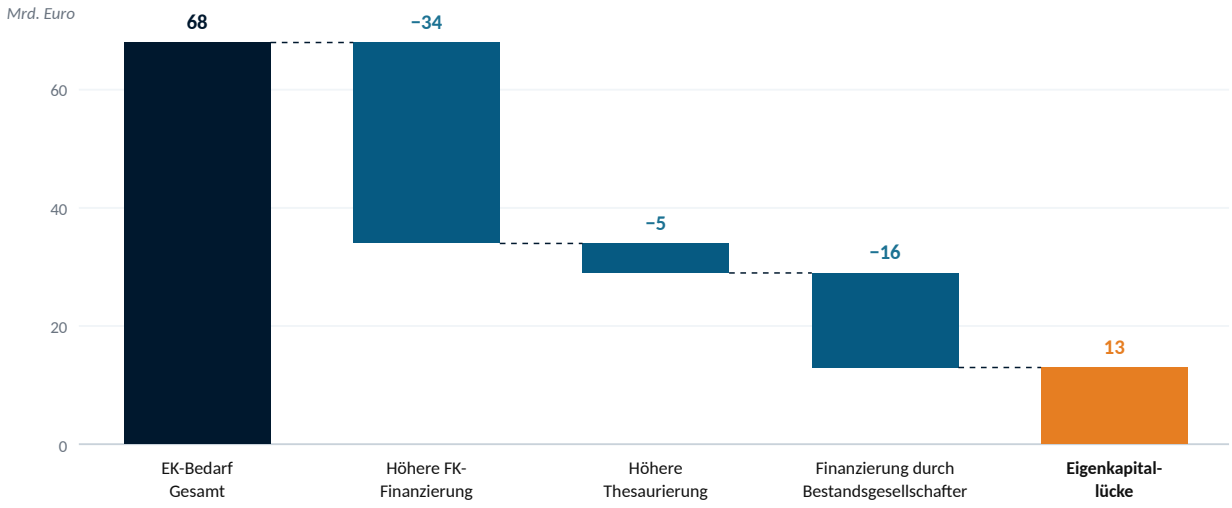
Abb. 7 Mechanik des Public-Investor-Pools 18

1. Einleitung

Der Ausbau der Energieinfrastruktur in Deutschland erfordert bis 2045 über eine Billion Euro an Investitionen. Davon entfallen nominalisiert etwa 450 Mrd. Euro auf die Übertragungsnetze für Strom.[1] In die Verteilnetze für Strom und Wärme müssen weitere 647 Mrd. Euro investiert werden.[2] Eine Analyse der Bilanzen der zuständigen Unternehmen von Agora Energiewende, Stiftung Klimaneutralität und Dezernat Zukunft hat ergeben, dass davon 68 Mrd. Euro als zusätzliches Eigenkapital erforderlich sind. Nach Ausschöpfung alternativer Finanzierungsoptionen (höhere Fremdkapitalquoten durch staatliche Absicherung, Eigenkapitalerhöhungen solventer Bestandsgesellschafter, teilweiser Dividendenverzicht) bleibt bis 2035 eine Eigenkapitallücke von mindestens 13 Mrd. Euro, vor allem bei den kommunalen Energieversorgern.[3]

ABBILDUNG 1

Ermittlung der Eigenkapitallücke nach Nutzung anderer Finanzierungsoptionen, 2026 bis 2035



Vom Eigenkapitalbedarf von 68 Mrd. Euro verbleiben nach Ausschöpfung alternativer Finanzierungsoptionen mindestens 13 Mrd. Euro Eigenkapitallücke, vor allem bei den kommunalen Energieversorgern.

Quelle: Agora Energiewende, Stiftung Klimaneutralität, Dezernat Zukunft (2025, 2026), basierend auf Agora Energiewende (2024) und IMK (2024).

Diese verbleibende Eigenkapitallücke für die Verteilnetze steht im Mittelpunkt der aktuellen Diskussion zwischen Bund und Ländern zur Ausgestaltung des Deutschlandfonds. Einer der Diskussionsstränge zielt darauf, diesen Bedarf durch zusätzliches privates Eigenkapital zu decken. In der Praxis gibt es dabei drei Probleme. Rund die Hälfte der Energieversorger hat eine Bilanzsumme von weniger als 50 Millionen Euro und ist damit für viele potentielle Kapitalgeber zu klein für eine Investition. Hinzu kommt ein Zielkonflikt zwischen dem Daseinsvorsorge-Auftrag öffentlicher Stadtwerke und den Renditeerwartungen privaten Kapitals. Und schließlich wollen viele Kommunen keine privaten Gesellschafter aufnehmen, um die Kontrolle über ihre Unternehmen zu behalten. Im Rahmen des Deutschlandfonds wird versucht, diese Hürden mit einem Private-Investor-Pool zu umgehen. Das ist ein gemeinsamer Anlagetopf, der Investitionen bündeln soll, um so die oben beschriebenen Transaktionskosten und Governance-Probleme zu reduzieren.

[1] Netzentwicklungsplan Strom, Stand 2025. netzentwicklungsplan.de/sites/default/files/2026-05/NEP_2037_2045_V2025_2_Entwurf_1.pdf.

[2] Die beiden Ausgangswerte beruhen auf unterschiedlichen Preisbasen: Der Investitionsbedarf der Übertragungsnetze ist nominalisiert ausgewiesen, der Bedarf der Verteilnetze folgt der Preisbasis der zitierten Studie. Die Addition zu über einer Billion Euro ist deshalb als Größenordnung zu verstehen.

[3] Agora Energiewende, Stiftung Klimaneutralität, Dezernat Zukunft (2025): Investitionen in eine zukunftsfähige Daseinsvorsorge. Von kleinen Stadtwerken bis zum Konzern – wie gelingt die Finanzierung der Energienetze? agora-energiewende.de/publikationen/investitionen-in-eine-zukunftsfaehige-daseinsvorsorge.

Dieses Papier nimmt einen anderen Blickwinkel ein. Statt die Interessen privaten Kapitals und öffentlicher Unternehmen zusammenzuführen, richtet es den Blick auf das bereits vorhandene investierbare öffentliche Kapital, das zur Schließung der Eigenkapitallücke genutzt werden könnte.

Dafür schlagen wir vor, die institutionelle Struktur der deutschen Versorgungsrücklagen und Pensionsfonds zu reformieren. Dadurch werden Anlagestrategien möglich, die illiquide Assets wie Energie-Infrastruktur einschließen. Der Vorschlag löst damit zwei Probleme zugleich, die bislang getrennt verhandelt werden. Auf der einen Seite fehlt es an Investitionen in lokale Energieinfrastruktur. Auf der anderen Seite legen die öffentlichen Versorgungsrücklagen ihr Vermögen so konservativ an, dass sie beim Ertrag hinter dem zurückbleiben, was zur Stabilisierung der künftigen Pensions- und Pflegelasten möglich wäre. Ein Vorbild für die nötige Reform existiert bereits: Die Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder (VBL) hat zwischen 2019 und 2025 eine solche Modernisierung ihrer Anlagestrategie vollzogen und auch der Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung (KENFO) verfolgt eine moderne Anlagestrategie mit einem Anteil von Investitionen in illiquide Anlagen.

Für die operative Umsetzung könnte im Rahmen des Deutschlandfonds ein Public-Investor-Pool aufgesetzt werden. Dieses Anlagevehikel würde Investitionen in einzelne Projekte bündeln und so ermöglichen, einen Teil des Portfolios der öffentlichen Sondervermögen in illiquide Vermögenswerte zu investieren. Damit würde die Anlageklasse der deutschen Energie-Infrastruktur besonders für kleinere, öffentliche Fonds geöffnet werden, für die ein eigener Investmentapparat zu teuer ist und denen klassische Vermögensverwalter zu hohe Gebühren berechnen.

Weil in dieser Konstruktion Kapital und Management in öffentlicher Verantwortung liegen, entschärft sich zudem das Principal-Agent-Problem bei der Nutzung von privatem Kapital in öffentlichen Investitionen. Damit ist der Interessenkonflikt gemeint, der entsteht, wenn ein Auftraggeber die Verwaltung seines Vermögens an einen Beauftragten abgibt, dessen Ziele nicht deckungsgleich sind. Im aktuell diskutierten Private-Investor-Pool tritt er doppelt auf: Einerseits zwischen der öffentlichen Hand, die das Vehikel strukturiert, und den privaten Kapitalgebern, die sich auf eine zu ihrem Vorteil gestaltete Strukturierung verlassen müssen. Und andererseits zwischen diesen Kapitalgebern und den kommunalen Unternehmen, deren Daseinsvorsorge-Auftrag mit der Renditeerwartung des Kapitals kollidiert. Teilen Kapitalgeber und Strukturierer dagegen dasselbe langfristige Mandat und den Fokus auf öffentliche Daseinsvorsorge, sind beide Konflikte schwächer ausgeprägt.

Die folgende Analyse beschränkt sich auf Fonds, die durch staatliche Stellen verwaltet werden. Halbstaatliche und privatwirtschaftliche sowie berufsständische Versorgungswerke sind nicht Gegenstand, könnten sich aber ebenfalls an einem Public-Investor-Pool beteiligen, wenn Renditeerwartungen und Anlagefristen mit ihren Strategien kompatibel sind. Bei der genaueren Beschreibung des Vehikels wird aufgezeigt, wie es für andere Akteure geöffnet werden könnte.

2. Bestandsaufnahme: Pensionsfonds und Versorgungsrücklagen in Bund und Ländern

Im Zuge des 1999 in Kraft getretenen Versorgungsrücklagegesetzes haben der Bund und die meisten Länder Sondervermögen eingerichtet, um die Effekte des demografischen Wandels auf die Pensionsausgaben ab den 2030er Jahren abzufedern. Heute bestehen Pensionsfonds und Versorgungsrücklagen für den Bund sowie in zwölf Ländern. Ergänzt werden sie um zwei weitere Sondervermögen des Bundes mit ähnlichem Zweck: den Versorgungsfonds der Bundesagentur für Arbeit und den Pflegevorsorgefonds. Das Anlagevolumen dieser Sondervermögen beträgt zusammengenommen rund 126 Mrd. Euro, wovon die vier von der Bundesbank verwalteten Bundes- und Sozialversicherungs-Sondervermögen rund 65 Mrd. Euro stellen.

Bundesland / Bund	Name	Volumen (Mrd. €)[4]
Baden-Württemberg	Versorgungsrücklage	5,1
Baden-Württemberg	Versorgungsfonds	8,8
Bayern	Bayerischer Pensionsfonds	4,6
Berlin	aufgelöst	0
Brandenburg	Versorgungsfonds	0,97
Bremen	aufgelöst	0
Bund	Versorgungsrücklage des Bundes	26,0
Bund	Versorgungsfonds des Bundes	19,3
Bund	Versorgungsfonds Bundesagentur für Arbeit	8,04
Bund	Pflegevorsorgefonds	11,64
Hamburg	Altersversorgung Hamburg	0,92
Hessen	Alterssparbuch Hessen	5,0
Mecklenburg-Vorpommern	Versorgungsfonds	1,5
Niedersachsen	Versorgungsrücklage	0,73
Nordrhein-Westfalen	Pensionsfonds	15,1
Rheinland-Pfalz	aufgelöst (2017, VerfGH-Urteil)	0
Saarland	Versorgungsrücklage	0,21
Saarland	Pensionsfonds	0,012
Sachsen	Generationenfonds	12,8
Sachsen-Anhalt	Pensionsfonds für die Versorgung	4,4
Schleswig-Holstein	Versorgungsfonds	1,26
Thüringen	aufgelöst	0
Gesamt		126,4

Quellen: BT-Drs. 20/12348 vom 19. Juli 2024 (Vermögensrechnung zum 31. Dezember 2023); BMI Beamtenversorgung 2026 (Stand März 2026); Geschäftsberichte und Haushaltsunterlagen der Länder; Portfolioveröffentlichung des Landes Baden-Württemberg (Marktwerte zum 31. Dezember 2025); BMG Pflegevorsorgefonds; Bundesagentur für Arbeit Haushaltsplan 2025; Status-Quo-Analyse Mai 2026.

[4] Das Volumen schwankt. Zudem variieren die Erhebungszeiträume aufgrund unterschiedlicher Berichtspraktiken.

Aufgrund ihrer speziellen Profile werden VBL und KENFO hier nicht inkludiert, obwohl es sich ebenfalls um Fonds in öffentlicher Kontrolle handelt. Beide verfügen bereits über moderne Portfolio-Strategien und investieren in illiquide Assets. Sie haben also die Schritte, die hier vorgeschlagen werden, bereits vollzogen.

Der Bund verwaltet über die Deutsche Bundesbank vier Sondervermögen mit identischen Anlagerichtlinien und ähnlichem Aufbauprofil: die Versorgungsrücklage des Bundes (26,0 Mrd. Euro), den Versorgungsfonds des Bundes (19,3 Mrd. Euro), den Versorgungsfonds der Bundesagentur für Arbeit (8,04 Mrd. Euro) und den Pflegevorsorgefonds (11,64 Mrd. Euro). Für die beiden zuletzt genannten Fonds liegt kein neuerer amtlich ausgewiesener Wert vor. Berichtet wird deshalb der jüngste belastbare Stichtag ohne Fortschreibung. Der tatsächliche Bestand dürfte aufgrund der erfolgten Einzahlungen 2026 höher liegen, lässt sich aus den verfügbaren Quellen aber nicht seriös beziffern.

Die ersten drei sollen ab den 2030er Jahren anteilig die Beamtenversorgung des Bundes bzw. der BA finanzieren. Der vierte stabilisiert ab 2035 den Beitragssatz der Pflegeversicherung. Alle vier teilen das demografische Belastungsprofil: Aufbauphase bis Mitte der 2030er Jahre, danach Auszahlung über 15 bis 20 Jahre. Die Anlagerichtlinien werden vom Anlageausschuss unter Vorsitz des Bundesministeriums des Innern (BMI) festgelegt und gelten einheitlich für alle vier Sondervermögen. Das Bundesministerium für Gesundheit (BMG) hat einen Sitz im Anlageausschuss für den Pflegevorsorgefonds.

Vier Länder haben ihre Versorgungsrücklagen bereits wieder aufgelöst (Berlin, Bremen, Thüringen, Rheinland-Pfalz).

Die Sondervermögen sind durch Gesetze zur Errichtung der jeweiligen Fonds rechtlich verankert, in denen Zweck, Verantwortlichkeit und treuhänderische Pflichten der ausführenden Organe geregelt sind. Die Vorgaben zur Anlage der Vermögenswerte sind allgemein gehalten und beschränken sich meist auf die Aufforderung zur Berücksichtigung von Sicherheit, Rentabilität, Liquidität und Nachhaltigkeit. Einzelne Länder legen diese Grundsätze besonders eng aus oder schreiben die ausschließliche Anlage in landeseigene Schuldverschreibungen vor.

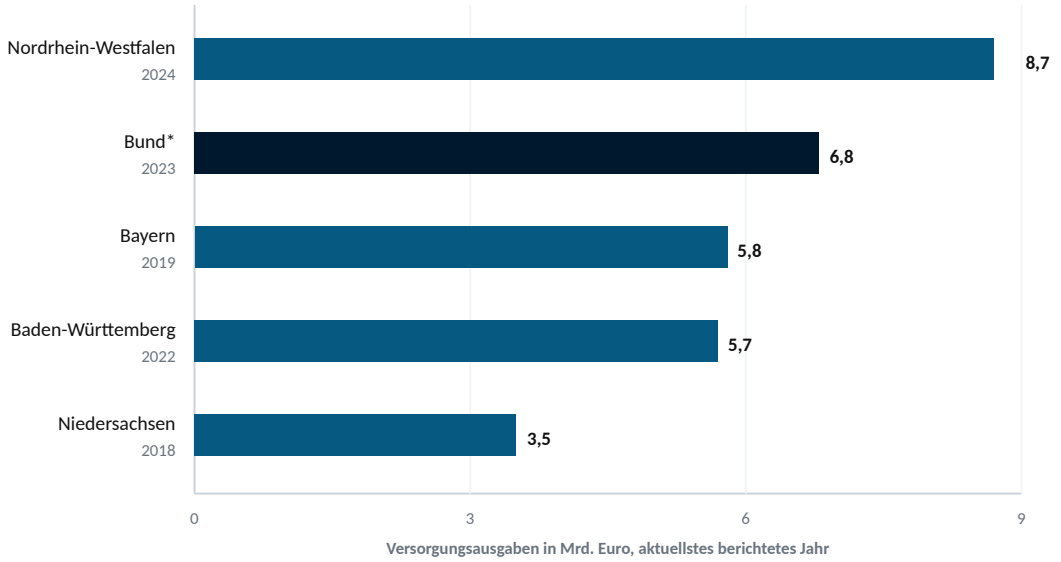
Die Aufsicht und Verantwortlichkeit liegen in der Regel bei den Finanz- oder Innenministerien der Länder, die auf Basis der gesetzlichen Vorgaben Anlagerichtlinien erlassen und Dritte als treuhänderische Verwalter beauftragen. In den meisten Fällen wurde die Deutsche Bundesbank mit der passiven Verwaltung beauftragt, ergänzt um externe Vermögensverwalter für ausgewählte Mandate. Eine institutionelle Trennung zwischen politischem Mandat und operativem Investment-Management nach dem Vorbild des KENFO oder der VBL existiert in den Versorgungsrücklagen praktisch nicht. Historisch wurden sie teilweise für kurzfristige Bedarfe in den Länderhaushalten genutzt. Damit erfüllen die Sondervermögen bisher nicht die Gütekriterien einer professionellen und von kurzfristigen Erwägungen unabhängigen Portfolio-Strategie.

3. Ausgabenperspektive und Renditedruck

Den größeren Teil der Versorgungslast für die Beamtinnen und Beamten tragen die Länder. Sie haben eine größere Zahl von Beschäftigten, vor allem Lehrkräfte und Polizei, deren Einstellungswellen der 1970er und 1980er Jahre jetzt in den Ruhestand gehen. Anders als der Bund haben die Länder zudem keinen strukturellen Abbaueffekt von Beamtenstellen aufgrund von Privatisierungen der ehemaligen bundeseigenen Unternehmen. Die Gesamtzahl der Bundes-Versorgungsempfänger geht in Prognosen von 595.000 (2025) auf 298.000 (2060) zurück. Das ist der Effekt der Privatisierungen von Bahn und Post. Im unmittelbaren Bundesbereich selbst steigt die Zahl der versorgten Beamtinnen und Beamten leicht von 193.000 auf 230.000.[5] Den Ländern fehlt ein solcher kostendämpfender Sondereffekt.

ABBILDUNG 2

Was Bund und Länder heute für Pensionen zahlen



Alle 16 Länder zusammen: rund 38 Mrd. Euro (Destatis 2022) — mehr als das Fünffache des unmittelbaren Bundesbereichs.

**Bund = unmittelbarer Bundesbereich.*

Nordrhein-Westfalen gibt für die Versorgung seiner Beamtinnen und Beamten schon heute mehr aus als der Bund. Gezeigt ist eine Auswahl, nicht der Länderdurchschnitt: die Länder mit den höchsten ausgewiesenen Versorgungsausgaben, ergänzt um den Bund zum Vergleich. Die Werte stammen aus unterschiedlichen Berichtsjahren (2018 bis 2024) und sind daher nicht direkt summierbar.

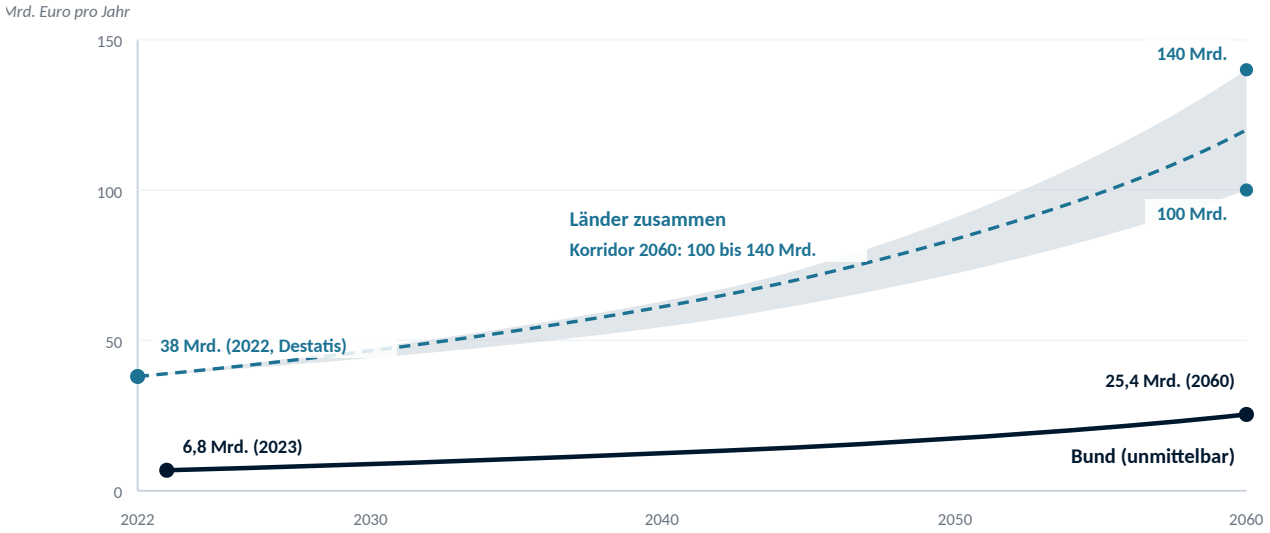
Quelle: Versorgungsberichte der Länder; Achter Versorgungsbericht der Bundesregierung (2025); Destatis (2022).

[5] Achter Versorgungsbericht der Bundesregierung, BT-Drs. 21/1040, Juli 2025.

Der Versorgungsbericht des Bundes rechnet mit einem Anstieg der Aufwendungen von rund 6,8 Mrd. Euro (2023) auf rund 25,4 Mrd. Euro (2060), bei einer angenommenen jährlichen Anhebung der Bezüge um 2,9 Prozent. Nordrhein-Westfalen gibt für die Versorgung seiner Beamtinnen und Beamten schon heute mehr aus als der Bund: rund 8,7 Mrd. Euro im Jahr 2024. Allein die Hälfte davon entfällt auf pensionierte Lehrkräfte.[6] Baden-Württemberg rechnet mit einem Anstieg von 5,7 Mrd. Euro (2022) auf 20,2 Mrd. Euro bis 2060. Unterstellt wird eine jährliche Bezügeanpassung von 3,1 Prozent.[7] Für die hier behandelten Fonds ist die Schlussfolgerung dieselbe: Die Belastung der Länderhaushalte durch Pensionen bleibt dauerhaft hoch. Eine auf Langfristigkeit angelegte kapitalgedeckte Mitfinanzierung ist deshalb sinnvoller als eine zeitlich befristete Abfederung, die ausläuft und dann neue Finanzierungsprobleme erzeugt.

ABBILDUNG 3

Versorgungsausgaben von Bund und Ländern bis 2060



Der Bund rechnet mit einem Anstieg von rund 6,8 auf rund 25,4 Mrd. Euro bis 2060; für die Länder zusammen deutet die Fortschreibung auf einen Korridor von rund 100 bis 140 Mrd. Euro pro Jahr. Grobe Schätzung, keine amtliche Vorausberechnung: Belastbar sind nur die markierten Eckwerte; der Verlauf ist an das Wachstumsprofil des Bundes angenähert.

Quelle: Achter Versorgungsbericht der Bundesregierung (BT-Drs. 21/1040, Variante 2,9 %); eigene Schätzung auf Basis Destatis (2022).

In Reaktion auf die zu erwartende Ausgabenentwicklung haben der Bund und die meisten Länder ihre Anlagerichtlinien angepasst und die in der Anfangszeit niedrige Aktienquote angehoben. Ein weiterer Treiber dafür war die Niedrigzinsphase der 2010er Jahre, in der Anleiherenditen weit unter historischen Werten lagen. Trotzdem wird der Großteil der Portfolios weiterhin in Staatsanleihen und Pfandbriefen guter Bonität gehalten. Die vier von der Bundesbank verwalteten Sondervermögen weisen eine einheitliche Aktienquote von rund 30 Prozent auf und legen den Aktienanteil seit August 2021 in zwei Indizes an.[8]

[6] Sechster Versorgungsbericht NRW, Dezember 2024.

[7] Versorgungsbericht Baden-Württemberg, 17. Legislaturperiode, 2025.

[8] 55 Prozent im S&P Eurozone Bund/SV Climate Transition ESG Select Index und 45 Prozent im Euronext V.E ESG-World-select75 Bund/SV Index. Achter Versorgungsbericht der Bundesregierung 2025.

Die Datenlage zur annualisierten Rendite ist begrenzt, weil die meisten Länder die Wertentwicklung ihrer Sondervermögen nicht veröffentlichen. Wo Daten vorliegen, stammt die Wertsteigerung primär aus dem Aktienanteil. Exemplarisch zeigt sich das am Versorgungsfonds Schleswig-Holstein: Dort lag die zeitgewichtete annualisierte Rendite zwischen 2018 und 2025 bei 3,2 Prozent. Der Aktienanteil erzielte 7,1 Prozent pro Jahr, der Anleiheanteil nur 0,4 Prozent.

Fonds	Aktien	Anleihen	Private Märkte / Infrastruktur	Rendite 2024	Annualisiert
Versorgungsrücklage Bund	30,4 %	69,5 %	0 %	4,8 %	k. A.
Versorgungsfonds Bund	30,3 %	69,5 %	0 %	3,6 %	k. A.
Versorgungsfonds Bundesagentur für Arbeit	29,9 %	69,9 %	0 %	k. A.	k. A.
Pflegevorsorgefonds	29,0 %	70,8 %	0 %	k. A.	2,9 % (seit 2015)
Baden-Württemberg, Versorgungsrücklage	42,6 %	54,0 %	0 %	k. A.	k. A.
Baden-Württemberg, Versorgungsfonds	45,6 %	54,3 %	0 %	k. A.	k. A.
Bayerischer Pensionsfonds	45,7 %	54,3 %	0 %	8,7 %	4,4 % (seit 1999)
Pensionsfonds NRW	53,2 %	46,6 %	0 %	9,94 %	3,6 % (seit 2008)
Altersparbuch Hessen	47,2 %	42,0 %	10,6 %	k. A.	k. A.
Mecklenburg-Vorpommern, Versorgungsfonds	39,5 %	60,4 %	0 %	k. A.	k. A.
Hamburg, Altersversorgung	0 %	100 %	0 %	k. A.	k. A.
Saarland Pensionsfonds	0 %	100 %	0 %	k. A.	k. A.
Generationenfonds Sachsen	30,0 %	70,0 %	0 %	k. A.	k. A.
Sachsen-Anhalt, Pensionsfonds	33,0 %	67,0 %	0 %	k. A.	k. A.
Versorgungsfonds Schleswig-Holstein	47,9 %	52,0 %	0 %	2,7 %	3,2 % (seit 2018)

Quellen: BMI Klimaberichterstattung 2024; Ministerium der Finanzen NRW, Vorlage MMV18-4239; Bayerischer Pensionsfonds Geschäftsbericht 2024; Versorgungsfonds Schleswig-Holstein, Halbjahresbericht Dezember 2025; Sondervermögen Altersversorgung Hamburg, Jahresabschluss 2024; Status-Quo-Analyse Mai 2026.

Zusammenfassend ergeben sich drei zentrale Beobachtungen.

Erstens ist der Anteil von Anleihen in den öffentlichen Fonds sehr hoch. In vielen Fällen sind es 70 Prozent der angelegten Summe. In zwei Fällen sogar 100 Prozent. Dass die Portfolios so anleihelastig sind, hat kulturelle und historische Hintergründe. Die deutsche Vorsicht gegenüber dem Kapitalmarkt bei privaten und öffentlichen Akteuren wurzelt in den monetären Brüchen des 20. Jahrhunderts und dauert an. Hinzu kommt die Entstehungsgeschichte dieser Rücklagen. Sie sind zur Stabilisierung der öffentlichen Haushalte aufgelegt worden. Zu einer Aufsicht aus Perspektive öffentlicher Haushalte passen Anleihen und das Halten bis zur Fälligkeit sehr gut, weil es hohe Visibilität und Planungssicherheit garantiert.

Zweitens finden sich kaum illiquide Assets in den Portfolios. Einzig Hessen hält rund 10 Prozent des Altersparbuchs in Immobilien. Die anderen Fonds liegen bei null. Investitionen in Wagniskapital, Private Märkte oder Infrastrukturen spielen gar keine Rolle. Dabei sind das die Anlageklassen, die viele international etablierte Staatsfonds und Pensionsanleger in erheblichem Umfang nutzen.

Und drittens ergibt sich aus der Kombination der ersten beiden Beobachtungen eine niedrige Gesamtrendite der Rücklagen. Zumindest lässt sich das dort feststellen, wo Zahlen dazu veröffentlicht werden. Es liegt aber nahe, dass auch in den unbekannten Fällen im Anlageumfeld der vergangenen Jahre mit den dargestellten Portfolio-Zusammensetzungen nur begrenzte Renditen möglich waren. Als Resultat bleibt die Rendite der Versorgungsrücklagen weit hinter den Werten zurück, die vergleichbare öffentliche Fonds-Modelle erreichen. Gleichzeitig zeigen die Länder mit bereits überdurchschnittlicher Aktienquote, allen voran Baden-Württemberg, Bayern, Hessen, Nordrhein-Westfalen und Schleswig-Holstein, dass auch im aktuellen rechtlichen Rahmen andere Portfoliozusammensetzungen möglich sind.

4. Portfoliostrategie im Vergleich

Ein Vergleich mit institutionellen Anlegern aus dem In- und Ausland zeigt, dass die deutschen Versorgungsrücklagen einen besonders konservativen Anlageansatz verfolgen. Die hier zum Vergleich herangezogenen Fonds führen alle eine eigenständige Investmentkategorie für illiquide Assets mit Schwerpunkt auf Private Märkte und Infrastruktur.

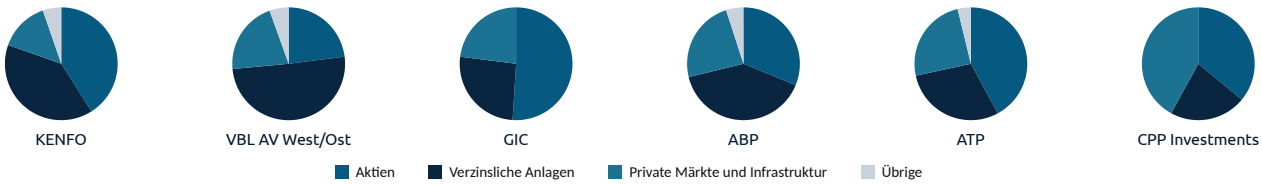
Es handelt sich um treuhandnahe Pensionsfonds beziehungsweise Staatsfonds, die ihre Anlagen konsequent an ihren künftigen Auszahlungsverpflichtungen ausrichten. Das Portfolio wird dabei vorrangig danach ausgestaltet, womit sich die anvisierten Auszahlungen am verlässlichsten bedienen lassen, und erst nachrangig an der maximal erreichbaren Rendite. Das passt zur Logik der deutschen Fonds. Für den Vergleich wurden diese sechs Fonds ausgewählt, weil sie groß genug für eine eigenständige Anlageorganisation sind, einen öffentlichen oder quasi-öffentlichen Charakter haben und weil ihr Verpflichtungsprofil — langfristige, planbare Auszahlungen — mit dem der deutschen Sondervermögen vergleichbar ist.

Die folgende Tabelle stellt die strategische Allokation und die Performance der Vergleichsfonds dar.[9]

Investor	Aktien	Verzinsliche Anlagen	Private Märkte und Infrastruktur	Übrige	Rendite p. a.
KENFO (Deutschland) 31.12.2025	41,0 %	39,4 %	14,3 %	5,3 %	9,4 % (2024); 11,1 % (2023)
VBL AV West und Ost/Umlage (Deutschland) Zielquote, 31.12.2025	23,0 %	50,5 %	21,0 %	5,5 %	7,1 % (2024); 6,8 % (2023)
GIC (Singapur) 2024/25	51 %	26 %	23 %	k. A.	5,7 % (20J real 3,8 %)
ABP (Niederlande) 31.12.2025	31,2 %	40,0 %	23,8 %	4,9 %	~6 %
ATP (Dänemark) 31.12.2025	42,1 %	29,5 %	24,6 %	3,8 %	10,4 % seit 2008
CPP Investments (Kanada) 31.03.2026	36,0 %	22,0 %	42,0 %	0 %	~6 %

Quellen: ATP Group Annual Report 2025, Note 8, S. 46; ABP Jaarbericht 2025 vom 29.01.2026, Bijlage Toelichting rendement beleggingsportefeuille; CPP Investments, Asset Class Composition zum 31.03.2026; KENFO, Portfolioangaben zum 31.12.2025; VBL-Geschäftsbericht 2024, Strategische Asset-Allokation zum 31. Dezember 2025; GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2024/25.

ALLOKATION JE FONDS

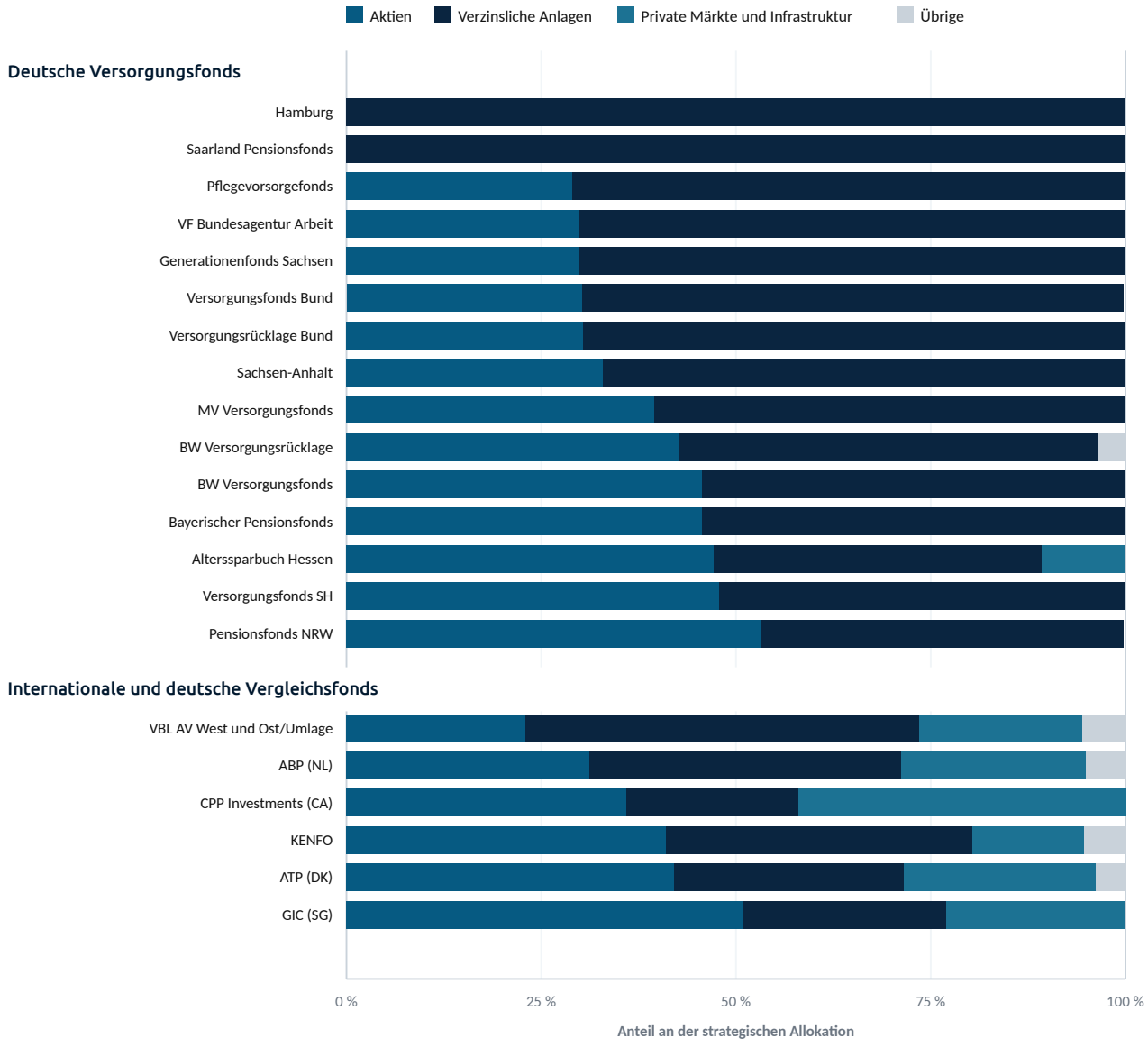


[9] Die Quoten sind für den Vergleich vereinheitlicht: Aktien umfasst börsennotierte Aktien, verzinsliche Anlagen umfassen Staats-, Hypotheken- und Unternehmensanleihen, Credit, Private Debt, Darlehen und inflationsindexierte Instrumente, private Märkte und Infrastruktur umfassen nicht börsennotierte Beteiligungen, Infrastruktur-Eigenkapital und Immobilien, übrige umfassen Rohstoffe, Kasse und Sonstiges. Der KENFO-Wert für private Märkte ist eine Obergrenze, weil der Private-Debt-Anteil innerhalb der nicht börsennotierten Anlagen nicht separat ausgewiesen wird. Die VBL-Werte sind Zielquoten, keine Ist-Allokation. Das Investmentportfolio von ATP ist intern gehebelt und nimmt nach eigener Angabe das Zwei- bis Dreifache des Risikos eines traditionellen Portfolios auf. CPP Investments hat die Berichtssystematik zum Geschäftsjahr 2026 umgestellt und weist Immobilien, Infrastruktur und Energieanlagen, die zuvor unter Private und Public Equities liefen, gemeinsam unter Real Assets aus, weshalb ältere CPP-Werte nicht vergleichbar sind. Für GIC liegen keine aktualisierten Werte in dieser Aggregation vor, die Angaben folgen dem Bericht 2024/25. Die Renditeangaben sind nicht durchgängig vergleichbar: Für GIC, CPP, ATP und ABP werden mehrjährig annualisierte Renditen ausgewiesen, für KENFO und VBL hingegen die Jahresrenditen 2024 und 2023, da für diese beiden Fonds keine konsistente Mehrjahres-Annualisierung über denselben Zeitraum vorliegt.

Der Kontrast zu den deutschen Versorgungsrücklagen und Pensionsfonds ist deutlich: Während die Vergleichsfonds zwischen 14,3 und 42 Prozent ihres Portfolios in privaten Märkten und Infrastruktur halten, liegt dieser Anteil bei den deutschen Fonds mit Ausnahme des Alterssparbuchs Hessen bei null. Die deutschen öffentlichen Fonds fahren damit nicht nur eine graduell konservativere, sondern strukturell eine andere Portfolioallokation als internationale Pensions- und Staatsfonds: Eine ganze Anlageklasse fehlt. Abbildung 4 stellt die strategische Allokation beider Gruppen gegenüber, sortiert nach Aktienquote.

ABBILDUNG 4

Allokation im Vergleich. Strategische Aufteilung in Prozent, sortiert nach Aktienquote



Quellen: Geschäftsberichte und Berichterstattung der dargestellten Fonds, vgl. die Tabellen in Kapitel 3 und 4; eigene Darstellung.

5. Energie-Infrastruktur als Anlageklasse

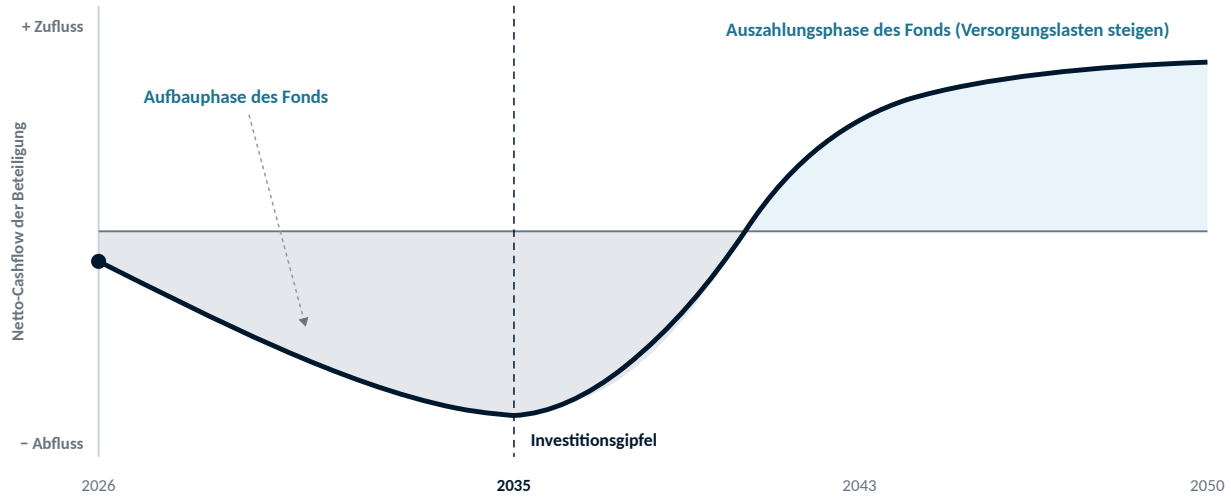
Eigenkapitalbeteiligungen an Energie-Infrastruktur passen zum Verpflichtungsprofil öffentlicher Versorgungsfonds. Der Grund ist neben der Höhe der Rendite vor allem die Planbarkeit und Fristenkongruenz: Heute wird investiert, um erst in einer weiter entfernten Zukunft Erträge zu verwenden.

Aufgrund dieses Profils lassen sich Zahlungsströme zeitlich und der Höhe nach entsprechend der künftigen Auszahlungen des Fonds strukturieren. Hinzu kommt, dass das Cashflow-Profil über die Zeit ungleich verläuft. In der Ausbauphase reinvestieren die Netzbetreiber einen hohen Anteil ihrer Erträge, sodass die Ausschüttungen zunächst niedrig bleiben. Erst nach dem Investitionsgipfel, voraussichtlich nach 2035, steigen die Dividenden mit der gewachsenen Kapitalbasis (Abbildung 5).

Für die öffentlichen Fonds ist das eine attraktive Ausgangslage, weil die wachsenden Auszahlungen nach 2035 auf die Jahre steigender Versorgungslasten treffen. Die schrittweise Umschichtung lässt sich aus dem auslaufenden Anleihenbestand speisen, sodass über die kommenden Jahre relevante Summen frei werden, ohne dass die bisher gehaltenen Bestände an Anleihen unter Druck verkauft werden müssen.

ABBILDUNG 5

Cashflow der Infrastrukturbeteiligung aus Fondssicht



In der Ausbauphase reinvestieren die Netzbetreiber einen hohen Anteil ihrer Erträge; erst nach dem Investitionsgipfel, voraussichtlich nach 2035, steigen die Ausschüttungen mit der gewachsenen Kapitalbasis.

Eigene Darstellung.

Wie planbar die künftigen Erträge sind, hängt davon ab, ob in Infrastruktur für Strom oder Wärme investiert wird. Stromverteilnetze liefern eine regulierte und damit besonders gut kalkulierbare Rendite. Die Bundesnetzagentur legt im Rahmen der Anreizregulierung eine kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung fest, die über die Erlösobergrenze in die Netzentgelte eingeht. Die Erlösobergrenze entkoppelt die Erlöse weitgehend vom durchgeleiteten Volumen, und die zulässige Verzinsung bemisst sich an der investierten Kapitalbasis, sodass die heutigen Investitionen die künftigen Erträge bestimmen.

Das wesentliche Risiko ist hier also nicht durch die einzelnen Investitionen in bestimmte Netze definiert, sondern durch den änderbaren regulatorischen Rahmen: Der Zinssatz wird administrativ gesetzt und ist über fünfzehn Jahre von gut 9 auf zuletzt rund 5 bis 7 Prozent gefallen. Die Bundesnetzagentur hat ihn im NEST-Prozess am 9. Dezember 2025 für die fünfte Regulierungsperiode wieder angehoben, eine künftige Absenkung lässt sich politisch jedoch nicht ausschließen.

Wärme ist nicht vergleichbar reguliert. Die Investitionen umfassen hier Netze und Erzeugung. Eine garantierte Verzinsung wie im Stromnetz gibt es nicht. Fernwärme trägt beim Absatz Mengen- und Wettbewerbsrisiko, weil die Erträge von Anschlussraten, Förderrahmen, kommunaler Wärmeplanung, konkurrierenden Wärmepumpen und politischen Vorgaben abhängen. Damit kommt zu dem regulatorischen auch noch ein Projektrisiko.

Zugespitzt ausgedrückt: Eine Stromleitung wird auch refinanziert, wenn sie weniger als angenommen genutzt wird. Ein Strang des Fernwärmenetzes ohne Abnehmer muss potenziell ganz abgeschrieben werden. Investoren haben daher bei Wärme eine höhere Renditeerwartung, die dieses Risiko kompensiert.

Gemeinsam ist beiden Infrastrukturen, dass ihre Renditen typischerweise über der Verzinsung von Anleihen guter Bonität liegen. Beim Strom in Verbindung mit überschaubarem, regulatorisch geprägtem Risiko. Bei der Wärme bei höherem, dafür entsprechend vergütetem Risiko. Für öffentliche Fonds, die heute den Großteil ihres Vermögens in niedrig verzinsten Staatsanleihen und Pfandbriefen halten, ist das ein attraktives Renditeprofil.

Zwei weitere Eigenschaften machen die Anlageklasse für langfristige Anleger attraktiv. Ihr Wert korreliert nur schwach mit den Aktien- und Anleihemärkten, weil ihn neben der Zinsentwicklung vor allem die Erträge bestimmen. In Phasen von Marktstress schwanken die Bewertungen deshalb weniger stark als die jederzeit handelbaren Teile des Portfolios. Genau diesen Diversifikationseffekt suchen die internationalen Vergleichsfonds, wenn sie ihre Quoten für Infrastruktur und private Märkte ausbauen. Zudem wird, wer Kapital langfristig bindet, mit einer Illiquiditätsprämie vergütet, die bei regulierter Energie-Infrastruktur nach Marktbeobachtungen 200 bis 400 Basispunkte über der Rendite vergleichbarer Anleihen guter Bonität liegt.

Aus der Kombination dieser Eigenschaften folgt, dass Energie-Infrastruktur gut zu dem Mandat der öffentlichen Fonds und ihrem Auftrag passt. Am klarsten gilt das für die regulierten Stromnetze. Bei Wärme ist die Eignung an das höhere Risiko und die entsprechend höhere Renditeerwartung gebunden.

6. Empfehlungen A: Institutionelle Reform der Versorgungsrücklagen und Pensionsfonds

Das Beispiel der Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder (VBL) zeigt, dass innerhalb weniger Jahre die institutionelle Struktur und die Anlagestrategie eines großen Versorgungswerks grundlegend verändert werden können. Eine vergleichbare Modernisierung der Strukturen wäre auch für die Versorgungsrücklagen und Pensionsfonds von Bund und Ländern möglich. Der Vorteil läge in einem optimierten Risiko-Rendite-Profil, das gleichzeitig zusätzliche Mittel für Infrastrukturinvestitionen in Deutschland bereitstellt.

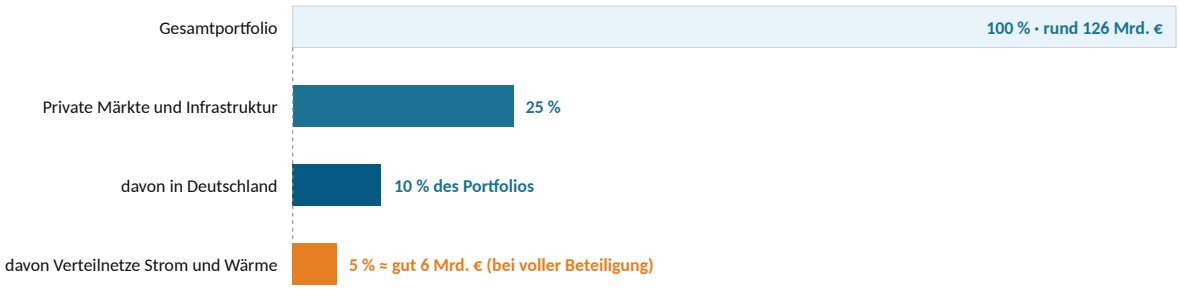
Konkret hat die VBL zwischen 2019 und 2025 drei Dinge verändert: Sie hat illiquide Anlageklassen wie Infrastruktur und Private Equity in ihr Portfolio aufgenommen, den Aktienanteil deutlich angehoben und ihr Fondsmanagement professionalisiert, unter anderem durch spezialisierte externe Mandate je Anlageklasse.

Aus dem Vergleich in Kapitel 4 ergibt sich eine institutionell vertretbare Aufteilung des Portfolios deutscher öffentlicher Pensionsfonds, die sich an der etablierten Struktur orientiert: 50 Prozent weltweit diversifizierte Aktien, 25 Prozent verzinsliche Anlagen, gestreut über Staatsanleihen des Europäischen Wirtschaftsraums, Pfandbriefe, Anleihen supranationaler Emittenten wie der Europäischen Investitionsbank und Unternehmensanleihen guter Bonität, sowie 25 Prozent private Märkte und Infrastruktur in Form von Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen, Immobilien und Infrastruktur (Abbildung 4).

Von diesen 25 Prozent illiquiden Assets sollen 10 Prozentpunkte des Gesamtportfolios in Deutschland investiert werden. Davon wird wiederum die Hälfte (5 Prozent des Gesamtportfolios) für Investitionen in die Energie-Infrastruktur vorgesehen. Damit entwickelt sich die Portfoliostrategie der Versorgungsrücklagen in Richtung der Allokation, die KENFO und VBL bereits eingeführt haben.

SCHEMA

Von der Referenzallokation zum Verteilnetz-Anteil



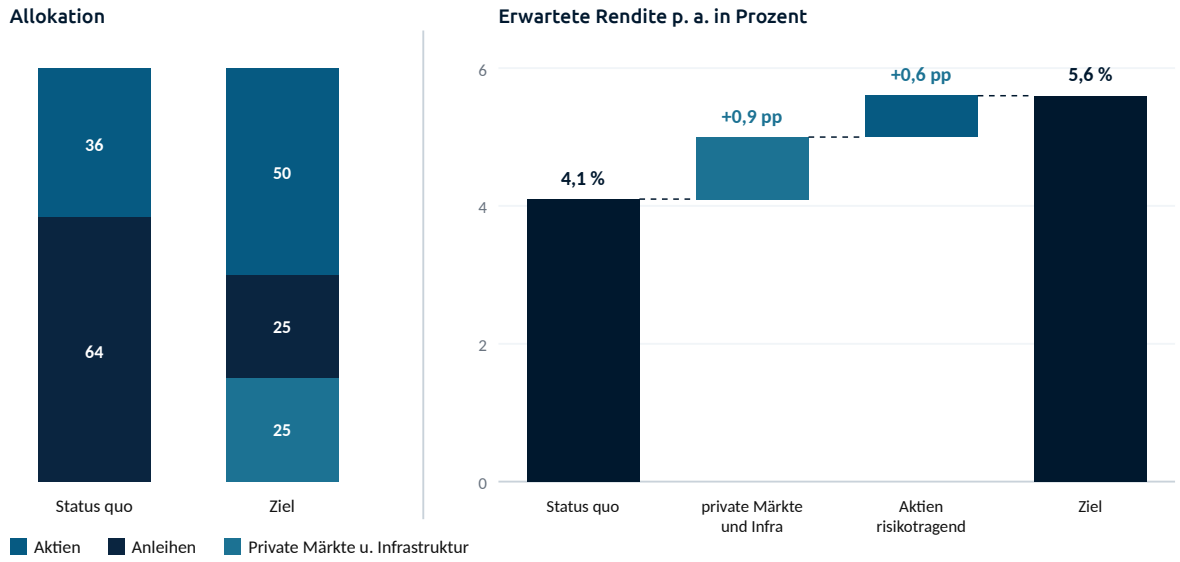
Eigene Darstellung auf Basis der Referenzallokation 50/25/25.

Formal reicht in den meisten Fällen eine Entscheidung der jeweiligen Regierung. Die Anlagerichtlinien werden häufig durch die Finanzministerien erlassen. Im Saarland und in Mecklenburg-Vorpommern ist zusätzlich eine Gesetzesänderung notwendig, weil die exklusive Anlage in landeseigene Schuldverschreibungen gesetzlich vorgegeben ist.

Die finanzielle Wirkung dieser Umschichtung lässt sich überschlägig kalkulieren. Verschiebt sich die Allokation der hier betrachteten Portfolios von heute rund 36 Prozent Aktien und 64 Prozent Anleihen auf die Referenzallokation, steigt die erwartete jährliche Rendite um rund 1,5 Prozentpunkte. Bezogen auf rund 126 Mrd. Euro entspricht das einem zusätzlichen Ertrag von etwa 1,9 Mrd. Euro pro Jahr.

ABBILDUNG 6

Renditewirkung der Umschichtung — von rund 36/64 heute auf die Referenzallokation 50/25/25



+1,5 Prozentpunkte · rund 1,9 Mrd. Euro mehr Ertrag pro Jahr (auf rund 126 Mrd. Euro)

Annahmen: Erwartete Rendite Aktien 7,0 %, Anleihen 2,5 %, private Märkte und Infrastruktur 6,0 %. Status quo volumengewichtet rund 36 % Aktien, 64 % Anleihen. Der Effekt teilt sich in den risikoarmen Aufbau privater Märkte und Infrastruktur (rund 0,9 pp, geringe Korrelation) und die risikotragende Aktienanhebung (rund 0,6 pp). Bandbreite je nach Annahme 1,1 bis 1,9 Prozentpunkte. Obergrenze bei voller Beteiligung; das Volumen erschließt sich über die Aufbauphase. Quelle: eigene Berechnung.

Natürlich erfolgt diese Wirkung nicht unmittelbar, weil die bestehenden Anleihebestände über ihre Restlaufzeiten auslaufen und die Umschichtung den Wiederanlagezeitpunkten und den laufenden Zuführungen folgt. Die Verschiebung des Renditeprofils erfolgt mittelfristig.

Der Renditeanstieg setzt sich aus zwei Komponenten zusammen. Der Aufbau privater Märkte und Infrastruktur trägt rund 0,9 Prozentpunkte bei und erhöht das Portfoliorisiko wegen der geringen Korrelation nur wenig. Die Anhebung der Aktienquote von 36 auf 50 Prozent trägt rund 0,6 Prozentpunkte bei, ist aber gleichzeitig mit stärkeren Schwankungen verbunden. Über einen langen Horizont kumulieren sich die Mehrerträge auf einen zweistelligen Milliardenbetrag, der die Tragfähigkeit der Beamtenversorgung und der Pflegeversicherung spürbar entlastet.

In absoluten Größen ergibt sich aus der Referenzallokation im Bereich private Märkte und Infrastruktur ein Investitionsvolumen von rund 13 Mrd. Euro in Deutschland und davon rund 6 Mrd. Euro für Verteilnetze für Strom und Wärme.

Die folgende Reformagenda gliedert sich in sieben Schritte, die im Wesentlichen den Schritten der institutionellen Transformation der VBL entsprechen.

Schritt 1: Aufsicht und Regulierung

Öffentliche Versorgungsfonds werden heute typischerweise nach Haushaltsrecht beaufsichtigt. Das erzeugt einen strukturellen Fehlanreiz: Anlageentscheidungen orientieren sich am Buchwert und am Haushaltsjahr, nicht an der langfristigen Risikotragfähigkeit des Fonds. Das Ziel dieses Schritts ist, die Aufsicht auf einen Standard zu heben, der Risiken aus dem Blickwinkel des Fonds beurteilt, nicht aus dem Blickwinkel des Haushalts. Die VBL hat diesen Übergang 2020 vollzogen. Sie wird seitdem in ihrer Kapitalanlage und ihrem Risikomanagement nach ähnlichen Maßstäben beaufsichtigt wie eine Pensionskasse. Der Mechanismus lässt sich übertragen: Wer die Anlage von Versorgungskapital beaufsichtigt, sollte fragen, ob der Fonds seine künftigen Verpflichtungen erfüllen kann — und nicht, ob die Buchführung mit dem Jahresetat übereinstimmt.

Schritt 2: Strategie und Kompetenz

Die meisten öffentlichen Versorgungsfonds haben keine explizit und transparent dokumentierte Anlagestrategie. Ziel dieses Schritts ist, dass jeder Fonds schriftlich festlegt, wie sein Vermögen langfristig aufgeteilt sein soll. Diese Aufteilung wird an die Verpflichtungsstruktur gekoppelt: Wer in zwanzig Jahren hohe Pensionszahlungen leisten muss, braucht Anlagen, deren Zahlungsströme dazu passen. Zugleich wird das Anlageuniversum um Anlageklassen erweitert, die heute aus formalen Gründen ausgeschlossen sind, etwa Infrastruktur oder Immobilien.

Schritt 3: Interne Aufsicht und Entscheidung

Wenn Anlageentscheidungen und Aufsicht in denselben Händen liegen, fehlt eine unabhängige Kontrolle. Das ist heute bei vielen Versorgungsfonds der Fall: Das Finanzministerium erlässt die Anlagerichtlinien und beaufsichtigt gleichzeitig die Umsetzung. Ziel dieses Schritts ist, strategische Entscheidungen von der operativen Umsetzung zu trennen. Ein Komitee mit unabhängigen Mitgliedern prüft regelmäßig, ob die Anlagestrategie noch zu den Verpflichtungen des Fonds passt, und passt sie gegebenenfalls an. Die eigentliche Umsetzung, also das Kaufen und Verkaufen von Wertpapieren, liegt bei externen Verwaltern. Diese werden separat beauftragt und kontrolliert.

Schritt 4: Professionalität der Struktur

Die Bundesbank verwaltet den Großteil der öffentlichen Versorgungsfonds nach einem passiven, stark anleihelastigen Mandat. Das ist nicht ihre Kernkompetenz. Und es schließt Anlageklassen aus, die für die Fonds sinnvoll wären. Ziel ist, die Vermögensverwaltung in die Hände von Akteuren zu legen, die auf die jeweiligen Anlageklassen spezialisiert sind. Dafür wird für jede Anlageklasse — Anleihen, Aktien, Infrastruktur — ein eigenes Mandat ausgeschrieben und an geeignete externe Verwalter vergeben. Der Fonds selbst braucht dafür ein eigenes kleines Team, das diese Verwalter auswählt, ihre Ergebnisse misst und sie gegebenenfalls austauscht. Die VBL hat diese Struktur in den vergangenen Jahren aufgebaut. Sie verwaltet heute einen Teil ihres Portfolios über spezialisierte externe Manager.

Schritt 5: Unabhängigkeit des Mandats

Öffentliche Versorgungsfonds stehen unter einem strukturellen Druck: Haushaltspolitische Erwägungen können die Anlagestrategie beeinflussen, etwa wenn Mittel vorzeitig entnommen oder konservativ angelegt werden, um kurzfristige Haushaltsziele zu erfüllen. Das gefährdet die langfristige Ertragskraft. Ziel ist, die Anlageentscheidungen dauerhaft von diesem Druck zu isolieren. Das gelingt durch ein unabhängiges Aufsichtsgremium, das die Anlagestrategie überwacht und in dem Kapitalmarktexperten sitzen, die keine haushaltsrechtliche Funktion haben. Der KENFO hat dieses Modell mit seinem Kuratorium umgesetzt. Gleichzeitig wird vertraglich festgelegt, dass die Anlagestrategie nicht vom jährlichen Haushalt abhängt und Entnahmen nur nach festgelegten Regeln erfolgen dürfen.

Schritt 6: Risikomanagement

Ohne formales Risikomanagement wissen viele Fonds nicht, ob ihr Portfolio ausreicht, um die künftigen Verpflichtungen zu erfüllen, falls sich Zinsen, Inflation oder Märkte ungünstig entwickeln. Das Ziel dieses Schritts ist nicht, Risiken zu vermeiden, sondern sie sichtbar zu machen und bewusst zu steuern. Dafür wird regelmäßig geprüft, wie viel Risiko der Fonds angesichts seiner Verpflichtungen tragen kann. Zudem werden Szenarien durchgespielt: Was passiert, wenn Anleiherenditen sinken oder die Inflation anzieht? Die zentrale Steuerungsgröße ist das Verhältnis von vorhandenem Vermögen zu künftigen Verpflichtungen. Liegt dieses Verhältnis stabil über eins, ist der Fonds auf Kurs. Fällt es darunter, muss die Strategie angepasst werden.

Schritt 7: Transparenz und Berichterstattung

Die meisten öffentlichen Versorgungsfonds veröffentlichen heute wenig über ihre tatsächliche Anlagestrategie und Wertentwicklung. Das erschwert politische und öffentliche Kontrolle und schafft keinen Anreiz zur Verbesserung. Ziel ist, Transparenz als Steuerungsinstrument zu nutzen: Wer jährlich ausweisen muss, wie das Vermögen angelegt ist und welche Rendite über mehrere Jahre erzielt wurde, wird vergleichbar mit anderen Fonds und muss schlechte Ergebnisse begründen. Konkret bedeutet das eine jährliche Veröffentlichung der Anlagestrategie mit Ziel- und Ist-Werten, eine mehrjährig gemittelte Renditeangabe zu aktuellen Marktwerten sowie Angaben zu den beauftragten Verwaltern und deren Auswahl.

Die Reform ist in nahezu allen Fällen der Versorgungsrücklagen und Pensionsfonds sinnvoll. Für die kleineren Fonds in Brandenburg, Niedersachsen, Hamburg oder Mecklenburg-Vorpommern wäre es denkbar, eine gemeinschaftliche Struktur der Aufsicht einzusetzen, um Kosten zu sparen. Sie profitieren auch besonders von einem gemeinschaftlichen Vehikel für kleinteilige Investitionen in Infrastruktur, das im Folgenden dargestellt wird.

SCHEMA

Governance heute und nach der Reform

HEUTE

- Finanzministerium erlässt die Anlagerichtlinien und beaufsichtigt zugleich die Umsetzung
- Aufsicht nach Haushaltsrecht: Buchwert und Haushaltsjahr im Blick
- Bundesbank verwaltet passiv nach stark anleihelastigem Mandat
- wenig veröffentlichte Angaben zu Anlagestrategie und Wertentwicklung

NACH DER REFORM

- unabhängiges Aufsichtsgremium mit Kapitalmarktexpertise, ohne haushaltsrechtliche Funktion
- Risiken werden aus dem Blickwinkel des Fonds beurteilt, nicht des Haushalts
- eigenes kleines Team steuert spezialisierte externe Verwalter je Anlageklasse
- jährliche Veröffentlichung von Strategie, Ziel- und Ist-Werten sowie Rendite

7. Empfehlungen B: Public-Investor-Pool unter dem Dach des Deutschlandfonds

Der hier vorgeschlagene Public-Investor-Pool ist ein Anlagevehikel im Rahmen des Deutschlandfonds. Die KfW würde ihn führen. Die Versorgungsrücklagen und Versorgungsfonds von Bund und Ländern bündeln darin als Anker-Investoren Eigenkapital für deutsche Energie-Infrastruktur. Die KfW würde Strukturierung, Prüfung der Investitionen und Portfoliomanagement übernehmen bzw. beauftragen. Der Pool lenkt bestehendes öffentliches Kapital gebündelt in eine Anlageklasse, die für jeden einzelnen Fonds wegen Mindestvolumina, Transaktionskosten und Spezialisierungsanforderungen schwer zugänglich ist.

Die Bündelung ist in Deutschland besonders relevant, weil die Verteilnetzlandschaft sehr kleinteilig ist. Die Netze für Strom und Wärme werden von über 900 Unternehmen betrieben, viele davon kommunale Stadtwerke mit kleinen Bilanzen. Eine Investition in sie liegt unter dem Mindestvolumen institutioneller Anlagen.[10]

Für einen Investor rechnet sich die Direktbeteiligung an solchen Assets kaum: Die Kosten für Prüfung, Strukturierung und Verwaltung skalieren nicht mit der Ticketgröße, und ein einzelnes Investment bliebe auf einen Betreiber und eine Region konzentriert. Der Pool streut das Risiko über ein großes Anlagevolumen, viele Betreiber und Regionen sowie über Strom- und Wärmeinfrastruktur. Dadurch kann er strategischer und weniger im Detail auf Ebene der Projekte prüfen. So senkt er Transaktionskosten und Einzelrisiko gemeinsam und macht eine Anlageklasse zugänglich, die jedem Fonds für sich verschlossen bliebe. Damit führt er die beiden Probleme zusammen, die das Papier behandelt: den Eigenkapitalbedarf der Netze und das niedrige Renditeprofil der Fonds.

Ein solcher Pool existiert bisher nicht, wird aber unter dem Stichwort Private-Investor-Pool mit der Zielgruppe privater Kapitalsammelstellen diskutiert.

7.1 Das Anreizargument: Warum ein Public-Investor-Pool der bessere Weg sein könnte

Die KfW erörtert derzeit einen Private-Investor-Pool, der privates Kapital für Energie-Infrastruktur mobilisieren soll. Dieser Pool ist noch nicht aufgesetzt und nicht im Detail konzipiert. Die Idee ist, dass die KfW (gemeinsam mit einem privaten Asset-Manager) die Strukturierung und Prüfung von Anlagen in Energie-Infrastruktur übernimmt und private Investoren so gebündelt, risikogestreut und zu geringen Transaktionskosten investieren können.

Diesem Modell stehen zwei Hindernisse im Weg. Das erste liegt im Anlageobjekt. Die Strom- und Wärmeverteilung ist stark von Regulierung und politischen Entscheidungen beeinflusst, was ein eigenes Risiko begründet, wie zuletzt die Debatte um das Gebäudeenergiegesetz gezeigt hat. Hinzu kommt, dass die deutschen Verteilnetzbetreiber klein und oft bilanziell nicht in bester Verfassung sind. Für internationale, rein renditeorientierte Investoren sind solche Unternehmen damit häufig nicht attraktiv.

[10] Agora Energiewende, Stiftung Klimaneutralität, Dezernat Zukunft (2025): Investitionen in eine zukunftsfähige Daseinsvorsorge. Von kleinen Stadtwerken bis zum Konzern – wie gelingt die Finanzierung der Energienetze? agora-energiewende.de/publikationen/investitionen-in-eine-zukunftsfaehige-daseinsvorsorge.

Bei den Übertragungsnetzbetreibern ist das anders, dort gelingt die Beteiligung privater und ausländischer Investoren besser. Die Bündelung im Private-Investor-Pool senkt zwar die Transaktionskosten und macht die kleinen Beteiligungen zugänglich. Das regulatorische und politische Risiko des Anlageobjekts reduziert sie jedoch nicht.

Ein zweites Hindernis liegt in der angedachten Konstruktion selbst. Eine staatliche Stelle wählt die Investitionen aus, während private Investoren das Kapital einbringen und die vielen kleinen Beteiligungen nicht im Einzelnen prüfen können. Sie müssen sich auf eine Auswahl verlassen, die neben der Rendite auch einen politischen Auftrag verfolgt, etwa die kommunale Daseinsvorsorge zu sichern. Weil diese Ziele nicht zwangsläufig parallel zur Renditeerwartung privater Investoren laufen, entsteht ein Principal-Agent-Problem. Beide Hindernisse zusammen führen dazu, dass privates Kapital auf der Verteilebene mit hoher Wahrscheinlichkeit eine zusätzliche staatliche Absicherung verlangen wird, bevor es investiert, und zwar nicht allein für das Marktrisiko, sondern auch für dieses Auswahlrisiko. Eine solche Absicherung ist ökonomisch ineffizient: Sie bindet öffentliche Mittel in einer reinen Absicherungsfunktion, in der der Staat die Verlustrisiken trägt, während die Erträge den privaten Kapitalgebern zufallen.

Das Risiko der Anlageklasse lässt sich nicht wegdefinieren, es gilt für öffentliche wie für private Investoren gleichermaßen. Die richtige Schlussfolgerung ist deshalb nicht, es durch eine Garantie zu kaschieren, sondern sich auf die Investoren zu konzentrieren, die mit dem Risiko-Rendite-Profil dieser Anlagen besser umgehen können. Das leistet ein Public-Investor-Pool, indem er das staatlich strukturierte Vehikel primär für öffentliche institutionelle Investoren öffnet. Diese teilen denselben langen Anlagehorizont wie der Strukturierer KfW, und sie bewerten die dauerhafte Beteiligung an der heimischen Netzinfrastruktur als eigenen strategischen Vorteil. Damit verkleinern sich beide Hindernisse zugleich: Das Risiko der Anlageklasse passt zum langen Verpflichtungsprofil der Fonds, und das Auswahlrisiko schrumpft, weil Strukturierer und Anker-Investoren denselben langfristigen Auftrag teilen. Das heißt nicht, dass zwischen öffentlichen Akteuren keine Interessenkonflikte bestünden. Die Länderfonds unterliegen etwa dem strategischen Mandat ihrer Finanzministerien. Diese Konflikte sind aber deutlich schwächer ausgeprägt.

Der Pool kann in einem zweiten Schritt für private Geldgeber geöffnet werden. Mögliche Zielgruppen wären hier Versicherungen oder private Versorgungswerke. Sie steigen zu gleichen Bedingungen und Risiken wie die öffentlichen Anker-Investoren ein. Das Vertrauen des privaten Marktes entsteht dann durch die Signalwirkung der Anker-Investoren, die das Portfolio bereits geprüft und validiert haben, statt durch eine teure Absicherung. Der Staat agiert somit nicht als Absicherer privater Rendite, sondern als Investor und Marktgestalter, und jeder öffentliche Euro erfüllt eine investive statt einer reinen Absicherungsfunktion.

7.2 Mechanik des Public-Investor-Pools

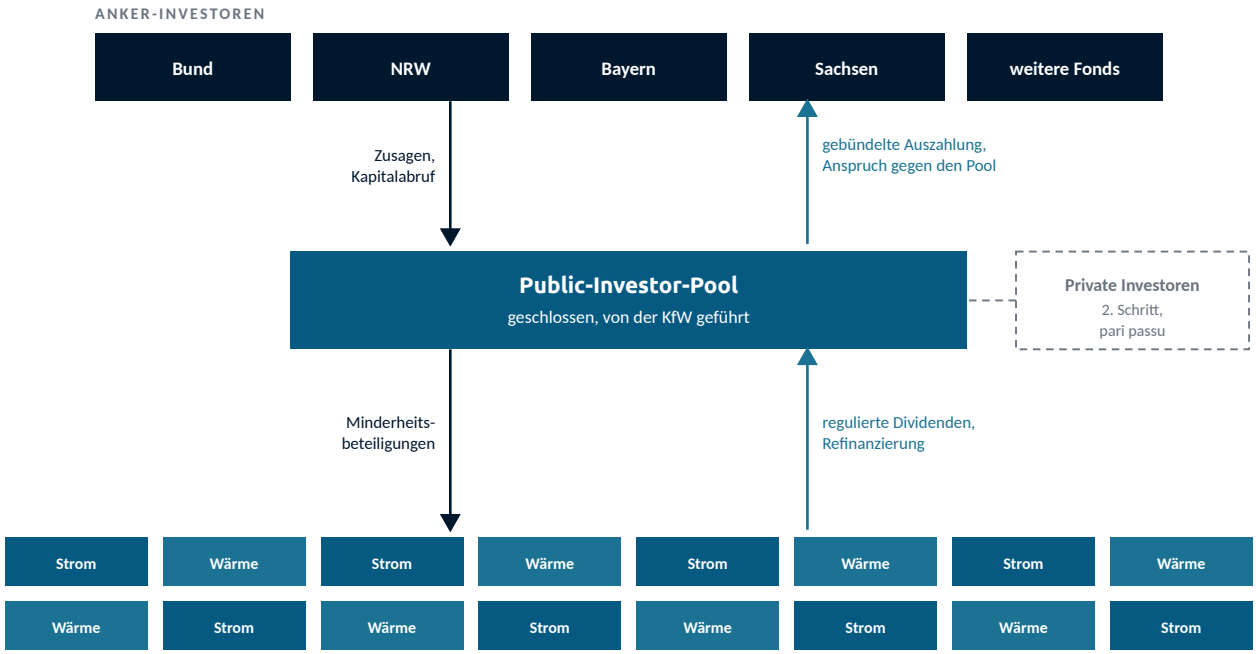
Die Zusagen der Anker-Investoren werden über die Kategorie private Märkte und Infrastruktur in den Anlagerichtlinien der öffentlichen Fonds abgebildet. Legt man für diese Kategorie 25 Prozent der Anlagestrategie zugrunde, widmet davon rund 10 Prozent des Gesamtportfolios dem deutschen Markt und davon die Hälfte den Verteilnetzen für Strom und Wärme, ergibt sich ein Anteil von rund 5 Prozent des Portfolios.

Das entspricht gut 6 Mrd. Euro, die nach und nach investiert werden können. Mit steigenden Zuflüssen in die Fonds wächst das Volumen. Schon dieser zurückhaltend angesetzte Anteil deckt einen signifikanten Teil des Eigenkapitalbedarfs der kommunalen Energieversorger bis 2035. Weitere 20 Prozent des Portfolios fließen in andere private Märkte und Infrastrukturen, etwa Beteiligungen an Übertragungsnetzbetreibern, an denen der Bund über die KfW bereits Anteile hält, oder weitere regulierte Netzinfrastruktur in anderen europäischen Staaten.

Der Public-Investor-Pool bündelt die 6 Mrd. Euro und investiert sie nach und nach in Projekte zum Ausbau und der Erweiterung von Netzen für Strom und Wärme sowie die Erzeugung bzw. Dekarbonisierung von Wärme. Die Ticketgrößen liegen zwischen 5 und 100 Mio. Euro. Weil die deutschen Verteilnetzbetreiber klein und zahlreich sind, senkt diese Streuung die Transaktionskosten und das unternehmensspezifische Risiko. Statt jedes Vorhaben einzeln zu bewerten, prüft der Pool vor allem die Bonität und Kompetenz der federführenden Unternehmen.

ABBILDUNG 7

Mechanik des Public-Investor-Pools



Viele einzelne Minderheitsbeteiligungen an Strom- und Wärmeverteilnetzen, überwiegend kommunale Stadtwerke; Tickets 5 bis 100 Mio. Euro; der führende Partner behält jeweils die Mehrheit.

Eigene Darstellung.

Der Pool geht dabei nur Minderheitsbeteiligungen ein. Der operative Partner behält die Mehrheit und trägt den größten Teil des Risikos selbst. Das ist gewollt, denn er kennt sein Geschäft besser als jeder externe Prüfer, und solange sein eigenes Geld im Feuer steht, hat er ein starkes Interesse, nur tragfähige Projekte anzugehen. Die KfW kann und muss deshalb nicht jedes einzelne Vorhaben durchleuchten. Sie prüft vor allem, ob der Partner solide und fähig ist, und verlässt sich im Übrigen darauf, dass dessen eigener Einsatz die Projekte diszipliniert.

Der Pool ist ein geschlossenes Vehikel. Die Fonds zeichnen einmalig eine Zusage und beteiligen sich am Pool, nicht an den einzelnen Projekten; ein laufender Ein- und Ausstieg ist nicht vorgesehen, was bei illiquiden Anlagen auch nicht sinnvoll wäre. Die Fonds wählen also keine Vorhaben einzeln aus, und ihr Anspruch auf Auszahlung richtet sich gegen den Pool, gemessen an ihrem Anteil. Der Pool hält die vielen Beteiligungen, sammelt die Rückflüsse aus regulierten Dividenden und Refinanzierungen ein und schüttet sie gebündelt aus. So trägt jeder Fonds das gemittelte Ergebnis des gesamten Portfolios statt des Risikos einer einzelnen Beteiligung. Dabei können individuelle Vereinbarungen in Bezug auf die jeweiligen Finanzierungsbedarfe getroffen werden, so dass die Investitionen entsprechend strukturiert werden können.

Die Governance des Public-Investor-Pools trennt politisches Mandat und operatives Management. Das politische Mandat umfasst die Definition des Anlageuniversums, die Aufteilung auf die Anlageziele und die Nachhaltigkeitskriterien. Das operative Management liegt bei der KfW, die Einzelinvestment-Entscheidungen innerhalb des definierten Universums trifft. Gesteuert wird das über die Anlagerichtlinien der Finanzministerien.

Die beiden Empfehlungen bauen aufeinander auf. Die institutionelle Reform der Versorgungsrücklagen schafft die Voraussetzung dafür, dass öffentliche Fonds in illiquide Anlageklassen investieren dürfen und können. Der Public-Investor-Pool macht diese Möglichkeit für die deutsche Energie-Infrastruktur praktisch nutzbar, weil er Prüfung, Strukturierung und Risikostreuung bündelt. Zusammen lenken sie gut 6 Mrd. Euro bestehenden öffentlichen Kapitals in die Verteilnetze für Strom und Wärme und heben die erwartete Rendite der Sondervermögen um rund 1,5 Prozentpunkte pro Jahr, ohne neue Haushaltsmittel zu binden.

6 Mrd. €
bestehendes öffentliches Kapital für die Verteilnetze für Strom und Wärme

+1,5 pp
höhere erwartete Rendite der Sondervermögen pro Jahr

1,9 Mrd. €
zusätzlicher Ertrag pro Jahr, bezogen auf rund 126 Mrd. Euro

DAS ERGEBNIS IN EINEM SATZ

Zusammen lenken die beiden Empfehlungen **gut 6 Mrd. Euro bestehenden öffentlichen Kapitals** in die Verteilnetze für Strom und Wärme und heben die erwartete Rendite der Sondervermögen um **rund 1,5 Prozentpunkte pro Jahr** — ohne neue Haushaltsmittel zu binden.