

Deutsche VC-Gesellschaften liegen beim Fundraising von Altersvorsorgekapital zurück

Nr. 541, 23. März 2026

Autor: Georg Metzger, Tel. 069 7431-9717, georg.metzger@kfw.de

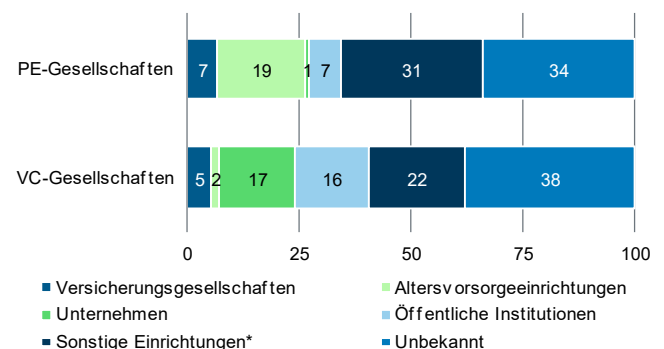
Institutionen aus dem Altersvorsorge- und Versicherungssektor sind global Schlüsselkapitalgeber für das Angebot an privatem Beteiligungskapital. Es zeigt sich, dass der Beitrag von Altersvorsorgeeinrichtungen am Fundraising deutscher Beteiligungsgesellschaften unterdurchschnittlich ist, sowohl im europäischen als auch im internationalen Vergleich. Beteiligungsgesellschaften sehen Regulatorik und Risikotragfähigkeit als die wichtigsten Hemmnisse, warum sich große Kapitalsammelstellen mit Kapitalanlagen zurückhalten. Im VC-Bereich wird auch deren Unerfahrenheit mit der Assetklasse als Schwierigkeit gesehen. Allerdings scheinen die regulatorischen Grenzen häufig nicht limitierend zu sein – die Transparenzanforderungen der Kapitalgeber hingegen schon. Aktuelle Initiativen und Maßnahmen öffentlicher Akteure versuchen die wichtigsten Hemmnisse anzugehen, um diese Schlüsselkapitalgeber stärker für den deutschen Markt zu gewinnen.

Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen sind wichtige Kapitalgeber auf dem Beteiligungsmarkt

Beteiligungsgesellschaften werben ihre Investitionsmittel von vielen unterschiedlichen Kapitalanlegern ein. Die Quellenstruktur ist daher kleinteilig. Eines hat der Großteil dieser Kapitalgeber aber gemein: sie sind institutionelle Kapitalanleger, die geschäftsmäßig Kapital verwalten. Die größten unter ihnen dürften Kapitalsammelstellen wie Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungsgesellschaften sein. Je nach Fokus der Beteiligungsgesellschaften sind unterschiedliche Schwerpunkte zu identifizieren. Bei PE-Gesellschaften sind Altersvorsorgeeinrichtungen ein solcher Schwerpunkt. An den von deutschen PE-Gesellschaften in den Jahren 2007–2024 eingeworbenen Investitionsmitteln kamen mindestens 19 % des Kapitals von Altersvorsorgeeinrichtungen (Grafik 1) – „mindestens“ deshalb, weil bei einem sehr großen Teil der Kapitalzusagen die Zuordnung zu einer Gruppe von Kapitalgebern nicht verfügbar ist. Die Anteile aller anderen Quellen liegen im einstelligen Prozentbereich und wurden zusammengefasst. Die Fundraisingstruktur von VC-Gesellschaften weist dagegen zwei größere Schwerpunkte auf. Deutsche VC-Gesellschaften erhielten mindestens 17 % der in den Jahren 2007–2024 neu eingeworbenen Mittel von privatwirtschaftlichen Unternehmen und mindestens 16 % kamen von öffentlichen Institutionen. Auffällig ist, dass die Schwerpunktquellen von PE- und VC-Gesellschaften beim jeweils anderen Gesellschaftstyp nur ein sehr kleines Gewicht haben.

Grafik 1: Quellenstruktur neuer Kapitalzusagen an deutsche Beteiligungsgesellschaften ist sehr kleinteilig

Volumenanteile in Prozent der neuen Kapitalzusagen in den Jahren 2007–2024.



* Dachfonds, Family Offices, Privatpersonen, Banken, Stiftungsvermögen und gemeinnützige Organisationen, Kapitalmarktfonds, akademische Einrichtungen und andere Assetmanager.

Quelle: Invest Europe, eigene Berechnungen.¹

Der beobachtbare Beitrag von Altersvorsorgeeinrichtungen am PE-Fundraising von 19 % sieht auf den ersten Blick nach einem starken Engagement aus. Im internationalen Vergleich relativiert sich der Anteil allerdings. Aus einer Analyse der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank für International Settlement, BIS) ergibt sich, dass Stand Mitte 2021 weltweit zwei Drittel (66 %) des von PE-Fonds verwalteten Kapitals von Altersvorsorgeeinrichtungen zugesagt wurde, bei VC-Fonds mit 17 % ebenfalls deutlich mehr als in Deutschland.² Auch VC-Gesellschaften mit Sitz in der EU erhalten mit mindestens 6 % an allen neuen Kapitalzusagen der Jahre 2007–2024 einen deutlich größeren Anteil als deutsche Gesellschaften (2 %).

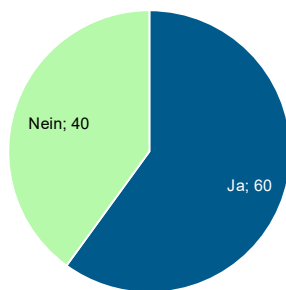
Altersvorsorgeeinrichtungen gehören neben Versicherungsgesellschaften zu den institutionellen Kapitalsammelstellen, die sehr große Kapitalanlagevermögen verwalten. Ihre Fundraisinganteile sehen im internationalen Vergleich aber deutlich besser aus. So waren in den vergangenen 18 Jahren bei deutschen PE- und VC-Gesellschaften Versicherer mit mindestens 7 und 5 % der Kapitalzusagen engagiert. Auch auf europäischer (mindestens 8 und 5 %) und globaler Ebene (7 und 5 %).² entfallen Anteile in ähnlichem Ausmaß auf Kapitalzusagen durch Institutionen aus dem Versicherungsbereich.

Mehrheit der Beteiligungsgesellschaften war schon in Fundraisinggesprächen mit großen institutionellen

Institutionelle Kapitalsammelstellen sind aufgrund ihrer finanziellen Möglichkeiten wichtige Ansprechpartner beim Fundraising von Beteiligungsgesellschaften. Das hat sich bei der Befragung für das Stimmungsbarometer von KfW und BVK zum Beteiligungsmarkt des dritten Quartals 2025 bestätigt.³ Insgesamt haben 42 Investoren Auskunft gegeben, davon 27 VC-Gesellschaften und 15 PE-Gesellschaften. Von den Antwortenden waren 60 % für ihr Fundraising bereits einmal mit großen institutionellen Kapitalsammelstellen wie Versicherungsgesellschaften, Versorgungswerken oder Pensionsfonds in Gesprächen (Grafik 2).

Grafik 2: Mehrheit der deutschen Beteiligungsgesellschaften war bereits in Fundraisinggesprächen mit großen institutionellen Kapitalsammelstellen

Waren Sie für Ihr Fundraising bereits einmal mit großen institutionellen Kapitalsammelstellen wie Versicherungen, Versorgungswerken oder Pensionsfonds in Gesprächen?



Quelle: Erhebung zum German Venture Capital/Private Equity Barometer im dritten Quartal 2025.

Beteiligungsgesellschaften sehen Regulatorik und Risikotragfähigkeit als wichtigste Hemmnisse

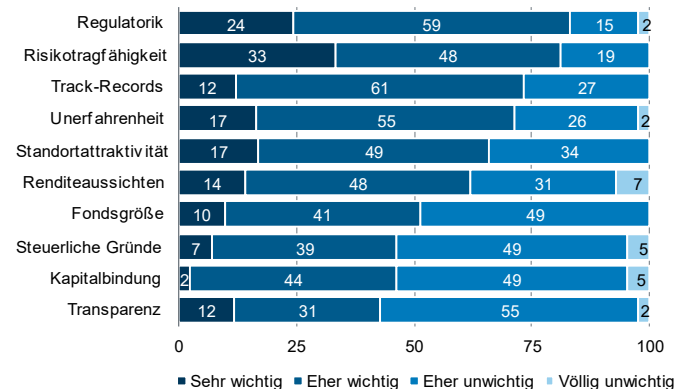
Wie ist die lange Zurückhaltung von Altersvorsorgeeinrichtungen bei Anlagen in privates Beteiligungskapital deutscher Fonds zu erklären? Aus Sicht der Beteiligungsgesellschaften stehen die regulatorische Begrenzung der Anlagequoten sowie eine zu geringe Risikotragfähigkeit dieser institutionellen Kapitalgeber ganz oben im Ranking der als sehr und eher wichtig erachteten Hemmnisse (Grafik 3). Dabei ragen die Beurteilungen als „sehr wichtig“ mit Anteilen von 24 % und 33 % im Vergleich zu den anderen Hemmnissen deutlich heraus. Mit der regulatorischen Begrenzung der Anlagequoten dürfte beispielsweise die in der Anlageverordnung genannte Höchstquote für nicht-börsennotierte direkte und indirekte Unternehmensbeteiligungen gemeint sein. Die Risikotragfähigkeit wiederum wird einerseits ebenfalls durch regulatorische Vorgaben eingeschränkt (bspw. Eigenkapitalanforderungen für Versicherungsgesellschaften durch die Solvency-II-Richtlinie), andererseits aber auch durch die Struktur der Verpflichtungen der institutionellen Kapitalgeber (bspw. bei Pensionsfonds durch in den Pensionsplänen vereinbarte Garantien und kontinuierliche Leistungen).

Die weiteren Hemmnisse, die von deutlich mehr als der Hälfte der Beteiligungsgesellschaften als (sehr) wichtig eingeschätzt werden, sind: fehlende [bzw. unzureichende] Track-Records der Fondsmanager, Unkenntnis bzw. mangelnde Erfahrung mit der Assetklasse seitens der institutionellen Anleger, eine höhere Attraktivität vergleichbarer Anlagemöglichkeiten in der Assetklasse im außereuropäischen Ausland und als unattraktiv

wahrgenommene Renditeaussichten in der Assetklasse. Zu wenige ausreichend große Anlagevehikel in der Assetklasse, steuerliche Gründe, eine zu lange Kapitalbindung in der Assetklasse und fehlende Transparenz in der Assetklasse sind weitere Hemmnisse, die allerdings nicht von einer klaren Mehrheit als wichtig erachtet werden.

Grafik 3: Beteiligungsgesellschaften sehen insbesondere Regulatorik und Risikotragfähigkeit als Allokationshemmnisse für die Anlageklasse

Was sind, Ihrer Einschätzung nach, die wichtigsten Hemmnisse für große institutionelle Kapitalsammelstellen, in Ihrer Assetklasse mit Ziel Deutschland und Europa Kapital anzulegen? Anteile in Prozent der Antworten.



Quelle: Erhebung zum German Venture Capital/Private Equity Barometer im dritten Quartal 2025.

Unerfahrenheit insbesondere bei VC problematisch

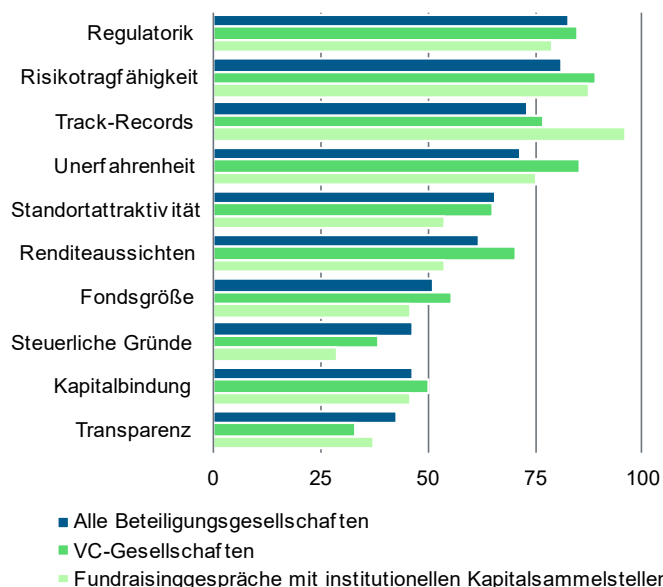
Zwischen PE- und VC-Gesellschaften gibt es nicht viele Unterschiede hinsichtlich der Wichtigkeit der Hemmnisse für institutionelle Kapitalsammelstellen. VC-Gesellschaften werten aber die Bedeutung einer zu geringen Risikotragfähigkeit sowie der Unkenntnis bzw. mangelnden Erfahrung mit der Assetklasse seitens der institutionellen Anleger höher ein, womit die beiden Hemmnisse bei ihnen die Plätze 1 und 2 belegen (Grafik 4). Auch als unattraktiv wahrgenommene Renditeaussichten der Assetklasse sind für VC-Gesellschaften ein – im Vergleich zur Gesamtheit der Beteiligungsgesellschaften – wichtigeres Hemmnis. Bemerkenswert ist darüber hinaus, dass fast alle Beteiligungsgesellschaften, die schon einmal in Fundraisinggesprächen mit institutionellen Kapitalsammelstellen waren, fehlende [bzw. unzureichende] Track-Records der Fondsmanager als wichtiges Hemmnis ansehen (96 %).

VC-Gesellschaften verkennen regulatorische Grenzen und Transparenzanforderungen der Kapitalgeber

Die Bedeutung der Hemmnisse institutioneller Kapitalsammelstellen bei der Kapitalallokation in privates Beteiligungskapital kann sich aus deren eigener Perspektive allerdings anders darstellen als aus Sicht der Beteiligungsgesellschaften. Das lässt sich für das VC-Segment indikativ zeigen, indem man die Ergebnisse der gemeinsamen Studie von BVK, HHL CCTPE und KfW Capital „Private Equity als Anlageklasse“⁴ den GVCB-Befragungsergebnissen gegenüberstellt.⁵ Der Vergleich basiert auf einem Set von neun Hemmnissen, die in beiden Erhebungen inhaltlich jeweils ähnlich gelagert sind. In den Beurteilungen ihrer Bedeutung durch VC-Gesellschaften und Kapitalgeber gibt es zum Teil deutliche Abweichungen.

Grafik 4: VC-Gesellschaften halten Unerfahrenheit von Kapitalgebern mit Assetklasse für wichtigeres Hemmnis als PE-Gesellschaften

Was sind, Ihrer Einschätzung nach, die wichtigsten Hemmnisse für große institutionelle Kapitalsammelstellen, in Ihrer Assetklasse mit Ziel Deutschland und Europa Kapital anzulegen? Anteile (sehr und eher) wichtig in Prozent der Antworten.



Quelle: Erhebung zum German Venture Capital/Private Equity Barometer im dritten Quartal 2025.

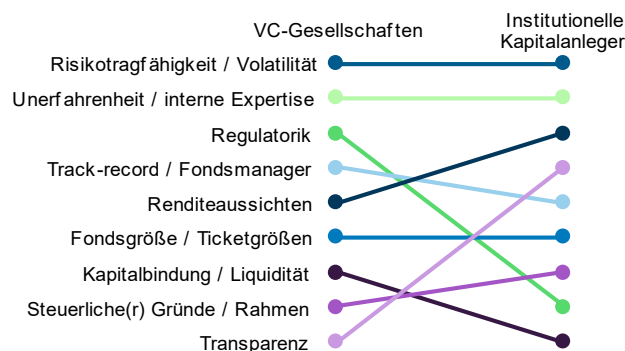
Sowohl die VC-Gesellschaften als auch die Kapitalgeber sehen in der Volatilität von VC bzw. der eingeschränkten Risikotragfähigkeit, die eher regelmäßige, planbare Rückflüsse erfordert, das wichtigste Hemmnis (Grafik 5). Auch in Sachen Unkenntnis, fehlende Erfahrung oder interne Expertise seitens der Kapitalgeber als zweitwichtigsten Hemmnis gib es Einigkeit. Während bei VC-Gesellschaften die Regulatorik als Hemmnis den dritten Platz belegt, sehen die Kapitalgeber selbst regulatorische Hürden als deutlich weniger wichtig an. Sie kommen lediglich auf den vorletzten Platz. Kapitalgeber sehen dagegen unsichere Renditeaussichten als drittwichtigstes Hemmnis an und somit wichtiger als VC-Gesellschaften. Der zweite Hemmnisbereich mit deutlich abweichender Beurteilung ist unzureichende Transparenz der Anlageklasse. Diese wird von Kapitalgebern im Rangvergleich als deutlich wichtigeres Hemmnis angesehen als von VC-Gesellschaften, bei denen fehlende Transparenz am Ende des Rankings steht. Die VC-Gesellschaften unterschätzen hier offenbar die Problematik der Informationsasymmetrie in der Prinzipal-Agent-Beziehung zu den Kapitalgebern.

Aktuelle Initiativen und Maßnahmen versuchen die wichtigsten Hemmnisse anzugehen

Deutsche VC-Gesellschaften erhalten im Vergleich mit ihren europäischen und internationalen Konkurrenten anteilig weniger Kapital von Einrichtungen aus dem Altersvorsorgebereich. Für die institutionellen Anleger sind die Sorge vor unregelmäßigen und volatilen Rückflüssen sowie die bisher geringe Erfahrung der Kapitalanleger mit der Assetklasse wichtige Hemmnisfaktoren für Anlagen in Venture Capital. Um entsprechendes Knowhow aufzubauen, wurden im Rahmen der WIN-Initiative – Wachstums- und Innovationskapital für Deutschland⁶ – VC-Weiterbildungsprogramme für Investoren konzipiert.⁷ Solches Knowhow ist wichtig, damit die institutionellen Kapitalanleger

Grafik 5: VC-Gesellschaften und Kapitalgeber sehen Top-Hemmnisse ähnlich, danach scheiden sich die Geister

VC-Gesellschaften: Was sind, Ihrer Einschätzung nach, die wichtigsten Hemmnisse für große institutionelle Kapitalsammelstellen, in Ihrer Assetklasse mit Ziel Deutschland und Europa Kapital anzulegen?
Institutionelle Kapitalanleger: Welche Gründe halten institutionelle Investoren aus ihrer Perspektive aktuell davon ab, Engagements in VC-Fonds zu starten oder auszubauen?



Anmerkungen: Es sind jeweils inhaltlich gleichartige Hemmnisse miteinander verbunden. Die Sortierung der Hemmnisse richtet sich jeweils nach den absteigenden Salden zwischen den „Wichtig“ und „Unwichtig“-Anteilen.

Quelle: Erhebung zum German Venture Capital/Private Equity Barometer im dritten Quartal 2025 sowie Studie von BVK, HHL CCTPE und KfW Capital⁸.

die Anlageklasse als diversifizierendes Element effizient in die Rendite-Risiko-Struktur des bestehenden Anlageportfolios integrieren können. Aufgrund des langfristigen Anlagecharakters von VC-Anlagen muss beispielsweise die Allokationshöhe zur Risikotragfähigkeit sowie zu den laufenden und mittelfristig anstehenden Zahlungsverpflichtungen der institutionellen Investoren passen. So sind die Laufzeiten der geschlossenen VC-Fonds typischerweise auf mindestens 10–12 Jahre ausgelegt. Gerade für mit VC unerfahrene Investoren ist es aber wohl sinnvoll, sich die Anlageklasse sukzessive über Fondsinvestments zu erschließen.

Die von Beteiligungsgesellschaften wahrgenommene limitierende Regulatorik ist aus Sicht der Kapitalgeber dagegen weniger ein Problem. Das zeigt sich beispielsweise auch in den Anlagepositionen von Pensionskassen.⁹ Für diejenigen Pensionskassen, die an Grenzen gestoßen sind, wurde der Spielraum mit Anpassung der Anlageverordnung im Rahmen der WIN-Initiative erweitert.¹⁰ Als unattraktiv wahrgenommene Renditeaussichten sind dagegen in beidseitiger Perspektive ein Hemmnis. Hier will die TrackVC-Initiative¹¹ des Europäischen Investitionsfonds (EIF) mehr Licht ins Dunkel bringen. In Zusammenarbeit mit BlackRock bietet die TrackVC-Plattform¹² einen Überblick über verschiedene Performance-Maße für den europäischen PE- und VC-Markt der vergangenen zehn Jahre und adressiert gleichzeitig die von den Kapitalgebern geforderte Erhöhung der Markttransparenz. Das könnte den europäischen VC-Markt gegenüber dem bereits ausgereiften US-Markt mit seinen prominenten Vertretern mittelfristig attraktiver machen und dazu führen, dass hiesige VC-Gesellschaften mehr von der Schlüsselressource Altersvorsorgekapital mobilisieren können.

Folgen Sie KfW Research auf X:

https://x.com/KfW_Research

Oder abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter, und Sie verpassen keine Publikation:

[https://www.kfw.de/%C3%9Cber-die-KfW/Service/KfW-Newsdienste/Newsletter-Research-\(D\)/index.jsp](https://www.kfw.de/%C3%9Cber-die-KfW/Service/KfW-Newsdienste/Newsletter-Research-(D)/index.jsp)

Oder beziehen Sie unseren Newsletter auf LinkedIn:

<https://www.linkedin.com/build-relation/newsletter-follow?entityUrn=7386681947676160000>

¹ Eigene Berechnungen auf Basis der Annual-Activity-Statistics von Invest Europe. Es kann davon ausgegangen werden, dass die unterliegende Quellenstruktur der unbekannten Kapitalzusagen von der beobachtbaren Quellenstruktur abweicht. Die Kapitalzusagen aus unbekannten Quellen wurden daher nicht entsprechend den beobachtbaren relativen Häufigkeiten verteilt („extrapoliert“). Die ausgewiesenen Anteile sind somit als Mindestanteile zu interpretieren. Die Zeitrumbetrachtung wurde einer Zeitpunktbetrachtung vorgezogen, weil die Anteile für die Einzeljahre teilweise enorm schwanken: für Altersvorsorgeeinrichtungen in den Jahren 2007 bis 2024 zwischen 0 und 9 %. Die Wahl des Bezugsjahres würde somit die Ergebnisse maßgeblich bestimmen.

² Aramonte, S. und F. Avalos (2021), [The rise of private markets](#), BIS Quarterly Review, Dezember 2021. Stand des verwalteten Kapitals zum 22.10.2021.

³ Das Stimmungsbarometer zum Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland wird vom Bundesverband Beteiligungskapital (BVK) quartärllich erhoben und als German Venture Capital Barometer und German Private Equity Barometer von BVK und KfW veröffentlicht.

⁴ BVK, HHL CCTPE und KfW Capital (2020), [Private Equity als Anlageklasse für institutionelle Investoren und Family Offices in Deutschland](#), Herausgeber: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), HHL Leipzig Graduate School of Management und KfW Capital Verwaltungs GmbH.

⁵ „Indikativ“ deshalb, weil die Fragen des GVCB sowie der LP-Studie inhaltlich zwar sehr ähnlich sind, sich in Fragestellung, Zielgruppen, Antwortoptionen und Zeitpunkt der Erhebung aber dennoch unterscheiden.

⁶ [WIN-Initiative – Wachstums- und Innovationskapital für Deutschland](#)

⁷ Die Weiterbildungsprogramme erfolgen in Kooperation von KfW Capital mit der [Frankfurt School of Finance & Management](#) (Certified Venture Capital Expert und Certified Venture Capital Senior Expert) sowie von KfW Capital mit der [European School of Management and Technology \(ESMT\) Berlin](#) (Leader in Venture Capital, LP Track und GP Track).

⁸ BVK, HHL CCTPE und KfW Capital (2020), [Private Equity als Anlageklasse für institutionelle Investoren und Family Offices in Deutschland](#), Herausgeber: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), HHL Leipzig Graduate School of Management und KfW Capital Verwaltungs GmbH.

⁹ „Um konkurrenzfähig zu bleiben, werden Pensionskassen verstärkt auch über Anlageformen mit höheren Renditechancen nachdenken müssen. Die heute gültigen Anlagevorschriften stehen Investitionen in solche Anlageklassen übrigens nicht entgegen. Maßgeblich ist hier die Anlageverordnung. Die danach zulässigen Mischungsquoten sind auf Branchenebene nicht einmal annähernd ausgeschöpft“, Dr. Frank Grund, Exekutivdirektor Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Gastbeitrag auf Handelsblatt Live, [Die Pensionskassen im Wandel](#) vom 23.05.2025.

¹⁰ Es wurde eine eigene Infrastrukturquote i. H. v. 5 % des Sicherungsvermögens eingeführt und die Risikokapitalanlagenquote von 35 % auf 40 % des Sicherungsvermögens erhöht, zudem sind schuldnerbezogene Restriktionen in der Öffnungsklausel weggefallen, siehe [WIN-Initiative - Wachstums- und Innovationskapital für Deutschland](#), Erkenntnisse aus dem 1. Quartal 2025.

¹¹ European Investment Fund (2025), [EIF to launch online portal enhancing transparency in Europe's private markets](#), 25.03.2025.

¹² [TrackVC-Plattform](#).