

Stiftungsumfrage: Anlagejahr 2024 – hohe Zufriedenheit "Demokratisierung" auf Private Markets

- Interview mit Dr. Philipp Bunnenberg
vom Bundesverband Alternative Investments
- Infrastruktur



Inhalt 01 | 2025

03 Elmar Peine, Gründer, Seele und Herausgeber von RenditeWerk, ist tot.

Nachruf auf Elmar Peine.

04 Anlagejahr 2024: Hohe Zufriedenheit – aber keine Selbstzufriedenheit

Wie jedes Jahr führte RenditeWerk im Februar eine Kurzumfrage unter deutschen Stiftungen zum vergangenen Anlagejahr 2024 durch. Das Jahresergebnis war für die meisten Stiftungen sehr zufriedenstellend.

08 Effektive Auszahlungsquoten

Stiftungen können unterschiedliche Regeln für ihre Auszahlungs-Quoten festlegen. Von diesen organisations-„politischen“ Quoten können die realen Auszahlungs-Quoten abweichen. Eine Studie wirft Licht auf die Bestimmungsgrößen der Ist-Quoten bei US-Stiftungen.

11 Das Kaleidoskop der Infrastruktur

Infrastruktur ist alles, was wir zum Leben und Wirtschaften brauchen. Da sich unsere Gesellschaft im steten Wandel befindet, entstehen neue Spielarten von Infrastruktur, die Klaus Weber, PATRIZIA GrundInvest, vorstellt.

13 Die Vielen und das Eigenwohl – auf Private Markets machbar?

Das Projekt der „Demokratisierung“ der bislang weitgehend geschlossenen Welt der alternativen Geldanlagen hat gerade erst begonnen. Über die Entwicklung der Private Markets und die Einschätzungen von Fondsmanagern und Investoren zur Erweiterung der Kundenbasis.

17 „Eine Demokratisierung ist zwar erstrebenswert, darf aber nicht überstürzt erfolgen“

Wir sprachen mit Dr. Philipp Bunnenberg vom Bundesverband Alternative Investments (BAI) über die sogenannte Demokratisierung der Private Markets, über die Rolle, die Vermögensverwalter dabei spielen, und über die Chancen sowie Herausforderungen, die sich daraus für Stiftungen und Privatanleger ergeben.

19 Bausteine des Stiftungsvermögens

Fondstabellen

Guten Tag,

16 Jahre hat Elmar Peine an dieser Stelle „Guten Tag“ gesagt. Er wird es nie wieder tun. Einen Nachruf bringen wir in dieser Ausgabe.

RenditeWerk ist das Produkt von Elmar Peine. Sein Tod hinterlässt eine Riesenlücke. Das eMagazin RenditeWerk wird dennoch weiter erscheinen – wie seit 2023 praktiziert mit vier Ausgaben pro Jahr.

Ihr Michael Haas

Impressum

ViSdP: Dr. Michael Haas
Haeselerstraße 7e | 14050 Berlin
info@renditewerk.net
Artdirection: Mika Schiffer



Lundbeck Foundation,

die Anfang März den Brain Prize an Michelle Monje und Frank Winkler verliehen hat, für ihre wegweisenden Beiträge zur Hirntumor-Forschung.

[LINK>>](#)

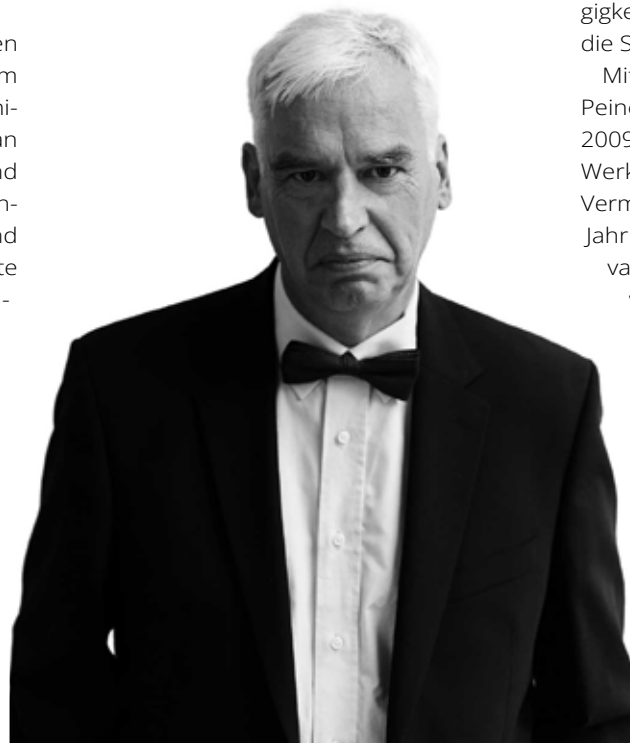


Elmar Peine, Gründer, Seele und Herausgeber von RenditeWerk, ist tot.

Elmar Peine hat in den letzten beiden Jahrzehnten mit dem Magazin RenditeWerk die Vorzüge einer sachkundigen Vermögensverwaltung vielen Stiftungen nähergebracht. Der promovierte Volkswirt leistete wertvolle publizistische Vermittlungsarbeit zwischen den sich manchmal fremden Welten der Stiftungen und der Finanzprofis. Jetzt ist Elmar Peine gestorben.

Elmar Peine hat Anfang der 1980er Jahren in West-Berlin das Volkswirtschaftsstudium aufgenommen. Ein damals an der Freien Universität beinahe obligatorisches Interesse an der Kritik der politischen Ökonomie verband er mit einer frühen Faszination für die Geldanlage. Das Studium vor allem von Keynes und der sich auf ihn berufenden Schulen prägte entscheidend sein ökonomisches Verständnis. Dazu gehörte auch die Einsicht in die zentrale Rolle von Erwartungen, von Psychologie, auch von Irrationalität. In seiner Doktorarbeit untersuchte er die Erwartungsbildung an den Finanzmärkten. Bei allen Verdiensten der damals gängigen Berechnungsmodelle spürte er deren Lücken nach, die er in der fundamentalen Unsicherheit und der sozialen Natur der Märkte begründet sah.

Nach Abschluss seiner Promotion fand Elmar Peine rasch seinen Weg in den Finanzjournalismus. Beim Handelsblatt und im Axel-Springer-Verlag berichtete er als Finanzredakteur unter anderem über strategische Vermögensverwaltung und gab zu diesem Thema auch ein Buch heraus.



An Ideen mangelte es Elmar Peine nie. Er legte jedoch großen Wert darauf, Ideen nicht nur in die Diskussion einzubringen, sondern sie in der Praxis auch zu prüfen. Das verband ihn mit der Geldanlage: Eine Anlageidee muss sich im realen Marktumfeld beweisen. Das Bestreben, die eigenen Ideen in der Praxis zu erproben, sowie ein starkes Unabhängigkeitsbedürfnis führten ihn schließlich in die Selbstständigkeit.

Mit dem ihm eigenen Elan gründete Elmar Peine in Berlin die Finanzagentur Fincomm. 2009 startete er mit dem eMagazin RenditeWerk, das Stiftungen mit den Möglichkeiten Vermögensverwaltung vertraut macht. Im Jahr 2011 folgte das Schwesternmagazin Private Banker, das sich an Vermögensverwalter richtet. Um diese Publikationen herum entwickelte Elmar Peine eine Vielzahl weiterer Projekte zu den Themen Geldanlage und Vermögensmanagement.

Er profitierte dabei nicht nur von seiner akademischen Ausbildung und seinen theoretischen Kenntnissen, sondern auch von seiner langjährigen praktischen Erfahrung in der Finanzvermögensverwaltung. Die oft klaf-

fenden Lücken zwischen Theorie und Praxis waren ihm aus eigener Anschauung bestens bekannt.

Ein aktives Management der Geldanlage bei aufgeklärter Risikobereitschaft entsprach seinem Naturell. Was für seine eigenen Projekte maßgeblich war, musste nicht auch für andere Anleger gut sein. Besonders für Stiftungen betonte er die Wichtigkeit von Risikobewusstsein, Kostentransparenz und Informationserwerb. Die eigenen Vorschläge verstand er als Anregungen in einem möglichst offenen Austausch.

Nach einer im Herbst 2022 diagnostizierten Erkrankung trat Elmar Peine im redaktionellen Bereich etwas kürzer. Im Februar dieses Jahres musste er sich erneut einem Eingriff unterziehen. Den im Genesungsprozess bereits lebhaft entwickelten Plänen für die nahe Zukunft trat der Tod am 11. März unerwartet entgegen.

Wir vermissen Elmar Peine, der nicht nur die deutschsprachige Stiftungslandschaft mit seinem Wissen und seinen Anregungen bereicherte. RenditeWerk trauert um seinen Gründer.



Anlagejahr 2024: Hohe Zufriedenheit – aber keine Selbstzufriedenheit

Wie jedes Jahr führte RenditeWerk im Februar eine Kurzumfrage unter deutschen Stiftungen zum vergangenen Anlagejahr 2024 durch.

Unserer Umfrage zur Stiftungsgeldanlage im Jahr 2024 deckt die Themen Zufriedenheit, Rendite, Vermögensallokation, Management und Veränderungsabsichten ab. Den Fragebogen mit seinen programmierten Antworten füllten 73 der angeschriebenen Stiftungen aus. Das war weniger als im Vorjahr (105), aber wir hatten auch schon weniger Teilnehmer als in diesem Jahr – es schwankt eben nicht nur die Rendite, sondern auch die Bereitschaft, an solchen Umfragen teilzunehmen.

Hohe Zufriedenheit

Die antwortenden Stiftungen waren mit dem Anlagejahr 2024 größtenteils „sehr zufrieden“: 70 Prozent der Stiftungen kreuzten diese Antwortoption an, 15 Prozent waren (etwas) zufrieden. Damit machte die Fraktion der Zufriedenen 85 Prozent aus. Weder zufrieden noch unzufrieden waren 12 Prozent, etwas unzufrieden waren nur 2 Stiftungen, das sind gerundet 3 Prozent. Damit toppte das Anlagejahr 2024 das Vorjahr. Für das Jahr 2023 kam die Zufriedenheitsfraktion

zwar ebenfalls auf hohe 80 Prozent, aber die Gruppe der sehr Zufriedenen war im Vorjahr mit 36 Prozent doch deutlich kleiner als in der aktuellen Umfrage.

Anlageergebnis: überwiegend positiv

Die meisten Stiftungen meldeten für 2024 erwartungsgemäß eine positive Rendite: Mehr als 2 Prozent Rendite erzielten 88 Prozent der Stiftungen. Im Vorjahr, d.h. für das Anlagejahr 2023, betrug dieser Wert 76 Prozent.

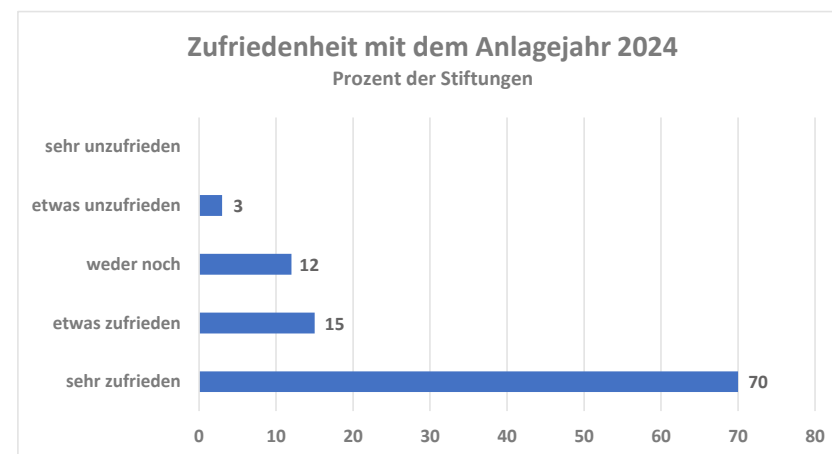
14 Prozent der antwortenden Stiftungen meldeten eine Rendite von über 10 Prozent, bei 74 Prozent lag der Ertrag im Bereich zwischen 2 und 10 Prozent, und 12 Prozent erzielten mit ihrem Stiftungsvermögen einen Gewinn unter 2 Prozent.

In die Zufriedenheit fließt das Anlageergebnis eines Jahres ein, jedoch auch, ob sich Erwartungen erfüllten oder nicht. Den Erklärungsanteil dieser beiden Faktoren der Zufriedenheit können wir auf der Basis unserer Umfrage mit unserer einfachen deskriptiven Auswertung nicht genau bestimmen. Aber

eine Sortierung der sehr Zufriedenen im Unterschied zum Rest zeigt, dass bei den Erstgenannten sehr hohe Renditen (über 10%) häufiger waren als beim Rest und dass auch Renditen zwischen 2 und 10 Prozent im Verhältnis einen etwas höheren Anteil hatten. Damit besteht eine gewisse positive Abhängigkeit der Zufriedenheit vom Jahresertrag.

Eine Stiftung merkte im Kommentar völlig zurecht an, dass die in den Antworten ge-

wählten buckets, also die zur Auswahl gestellten Renditeintervalle, „ziemlich merkwürdig“ seien. Das bezog sich offenkundig auf die Lage der Intervalle und die ungleichen Rendite-Spannweiten. Es wäre für ein Jahr sicher besser, die Rendite-Spannen um einen vermuteten Mittelwert zu gruppieren und sich bei den Intervallen grob an typischen Einteilungen für Glockenkurven zu orientieren. Wir behielten hingegen die alte





Einteilung bei, um mit dem Vorjahr besser vergleichen zu können. Und da sehen wir bei der aktuellen Umfrage eine durchgehende Verbesserung in allen Renditeintervallen.

Selbstverwaltung nach wie vor präferiert

Wer managt das Stiftungsvermögen? 71 Prozent der Stiftungen verwalten unserer Umfrage zufolge ihr Vermögen selber. Ein Fünftel der Selbstverwalter nimmt für das Vermögensmanagement zudem die Angebote weiterer Dienstleister in Anspruch. 23 Prozent aller antwortenden Stiftungen arbeiten mit unabhängigen Vermögensverwal-

tungen zusammen, 23 Prozent greifen auf Banken zurück, 5 Prozent kooperieren mit Sparkassen oder Volksbanken und 7 Prozent nehmen die Leistungen von Beratern in Anspruch. Im Vorjahr war der Anteil der Selbstverwalter ungefähr ähnlich hoch, aber der Anteil der Stiftungen, die hierfür Vermögensverwalter und Banken beauftragen, war etwas geringer.

Stiftungen, die in eine höhere Zahl von Assetklassen investieren – ab 4, aber insbesondere bei 5 oder 6 Vermögensarten – neigen eher dazu, mehrere Verwaltungseinheiten zu nutzen. Diese Stiftungen praktizieren zum einen meist die Selbstverwaltung, sie koope-

rieren jedoch darüber hinaus noch mit Beratern oder Banken bzw. Sparkassen oder unabhängigen Vermögensverwaltern.

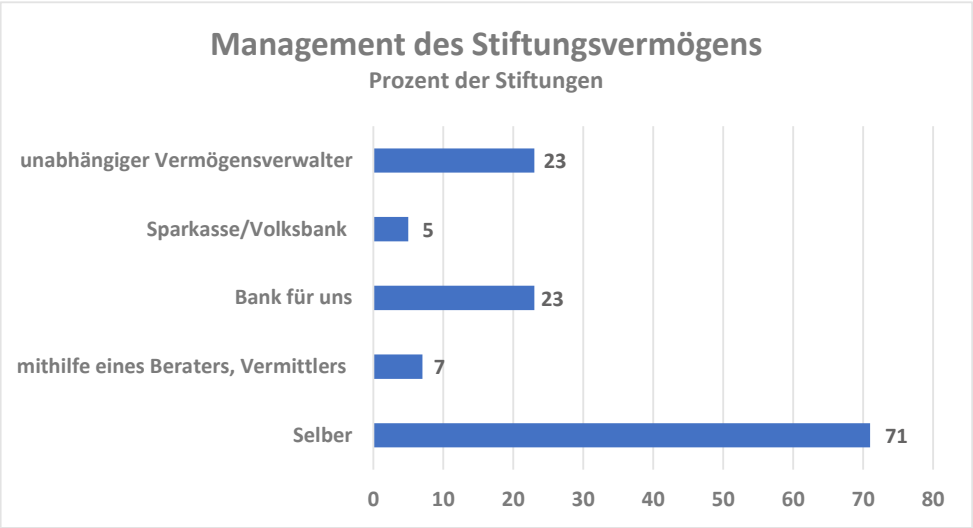
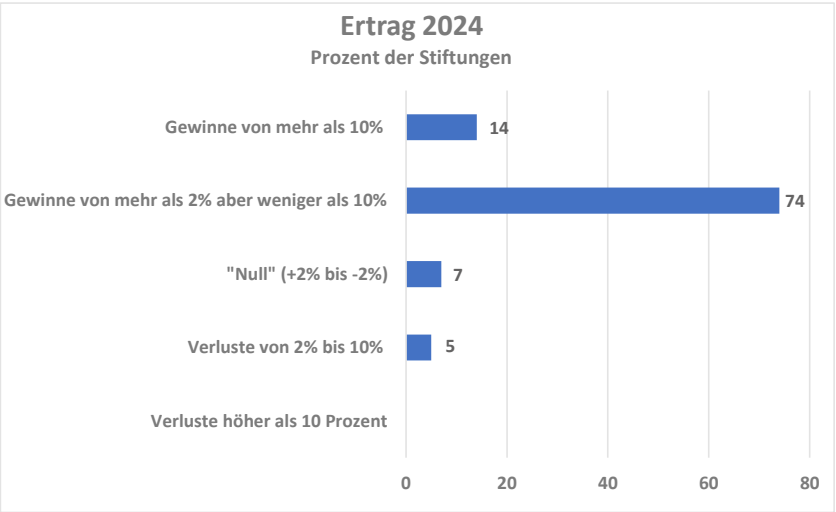
Assetallokation im Jahr 2024

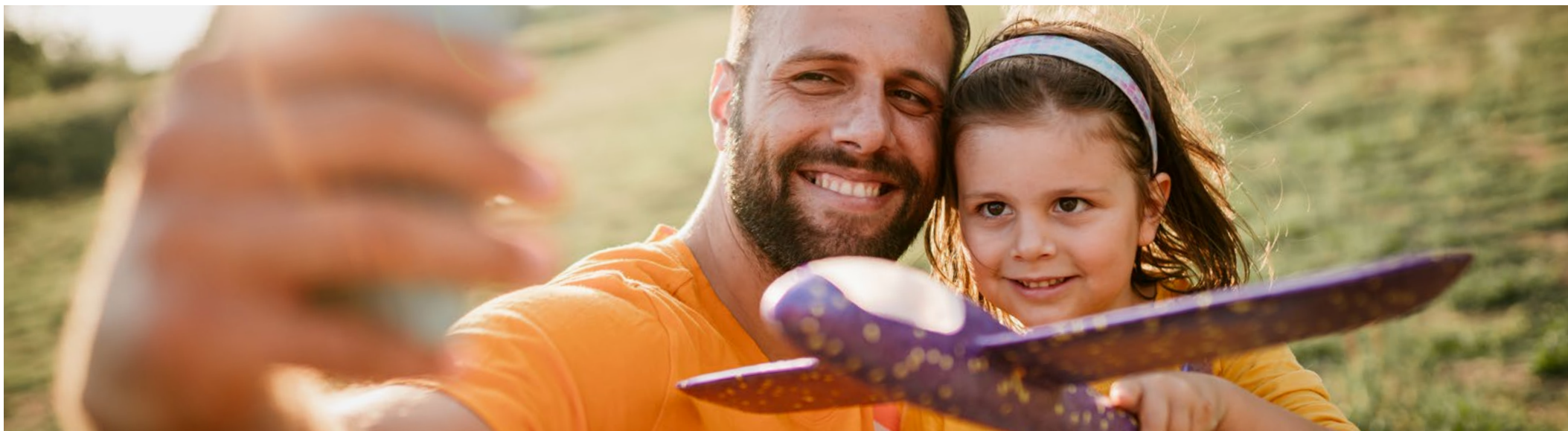
Allein drei von sieben Fragen bezogen sich auf die Assetallokation. Eine auf die Vermögensarten, in die Stiftungen investieren, die beiden anderen auf die Quoten von Aktien und Anleihen.

Als mögliche Antworten auf die Frage, in welche Assetklassen Stiftungen anlegen, stellten wir sieben Vermögensarten zur Auswahl. 79 Prozent der antwortenden Stiftungen investierten in Anleihen (und

Rentenfonds), 74 Prozent in Aktien (und Aktienfonds), 55 Prozent in Immobilien, 48 Prozent kreuzten die Möglichkeit Termingeld/Bankguthaben an, 41 Prozent waren in Stiftungsfonds, 22 Prozent in unternehmerische Beteiligungen und 7 Prozent in Derivaten investiert. Diese Verteilungsstruktur ist ähnlich wie im Vorjahr. Allerdings ist in der aktuellen Umfrage der Anteil von Stiftungen, die Gelder in unternehmerischen Beteiligungen, Stiftungsfonds, Aktien und Anleihen anlegen, größer, während Derivate relativ gesehen seltener genannt wurden als im Vorjahr.

Schauen wir auf die Anzahl der zur Auswahl gestellten Assetklassen pro Stiftung, dann





Zeitgemäße Kapitalanlage für Stiftungen

Unser speziell für Stiftungen konzipierter Aktienfonds RIV Zusatzversorgung bietet planbare und kaufkraftstabile jährliche Ausschüttungen, unabhängig von der jeweiligen Börsenentwicklung.

[Zu unserem Stiftungsfonds](#)

Hinweise: Dies ist eine Marketing-Anzeige. Der Fonds kann auch innerhalb kurzer Zeiträume erheblichen Schwankungen nach oben oder nach unten unterworfen sein. Sollten die im Fonds nach Deckung der Kosten erzielten Erträge nicht für die Ausschüttung ausreichen, kann der Fonds die Ausschüttungen aus dem verfügbaren Bankguthaben des Fonds entnehmen (Substanzausschüttung). Dies kann zur Minderung des Anteilswerts führen. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Diese sind auf unserer Internetseite www.riv.de kostenfrei und in deutscher Sprache zu finden. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte finden Sie unter www.riv.de/Anlegerrechte.

R.I.Vermögensbetreuung AG





waren 3 und 4 Assetklassen am häufigsten, gefolgt von 5 und 2; 6 waren seltener; einige Stiftungen kreuzten nur 1 Vermögensart an, wobei hier dann insbesondere Immobilien, Stiftungsfonds oder unternehmerische Beteiligungen genannt wurden. Mit den Vermögensarten ist noch nicht die Assetquote erfasst. Zwei Fragen dazu stellten wir in Bezug auf Anleihen sowie Aktien und ersetzten damit die im Vorjahr noch gestellte Frage nach einer offensiven vs. defensiven Ausrichtung des Portfolios.

Zur Quote der Anleihen (inklusive Anleihenfonds): 18 Prozent der Antwortenden sagten, dass sie 70 oder mehr Prozent des Stiftungsvermögens in Anleihen oder An-

leihen-Fonds anlegten. 24 Prozent der Stiftungen hatten eine Anleihenquote unter 70, aber über 40 Prozent. Und 53 Prozent der Stiftungen waren mit 40 Prozent oder weniger in Anleihen investiert. Damit ist für viele Stiftungen die Anleihe nicht mehr die dominierende Assetklasse.

Zur Quote der Aktien (inklusive Aktienquote): 34 Prozent der Stiftungen kreuzten die Antwortoption „Aktienquote macht weniger als 20% des gesamten liquiden Vermögens aus“ an. Rund zwei Drittel der Stiftungen haben also eine Aktienquote höher 20 Prozent. 40 Prozent der Stiftungen meldeten eine Aktienquote zwischen 20 und 40 Prozent. Und 26 Prozent der Stiftungen waren zu mehr als

40 Prozent in Aktien oder Aktienfonds investiert.

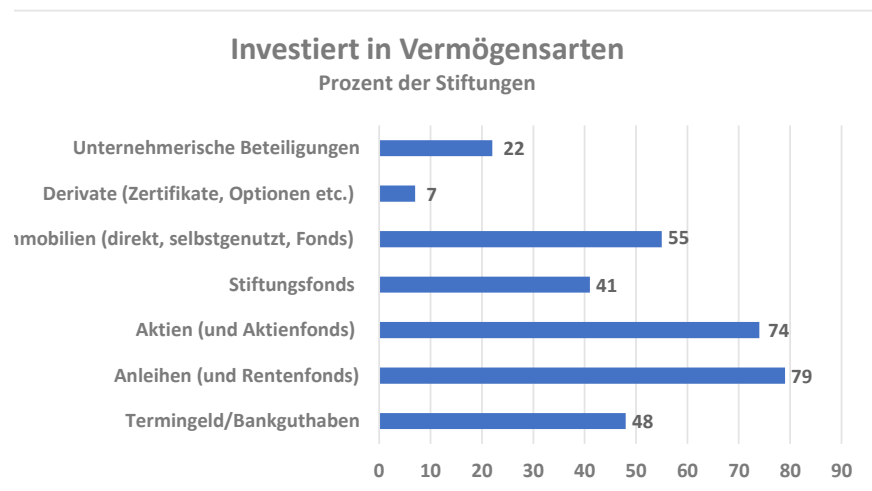
Beabsichtigte Veränderungen: eine Hälfte ja, die andere nein

Keine Veränderung für das Anlagejahr 2025 strebten 49 Prozent der Umfrage-Teilnehmer an. Die 51 Prozent, die Veränderungen beabsichtigen, hatten die Möglichkeit der Mehrfachauswahl. Am häufigsten sind Änderungsabsichten im Hinblick auf die Assetallokation der beiden klassischen Vermögenskategorien: Den Aktienanteil wollen 22 Prozent steigern (4 % senken), den Anleihenanteil 21 Prozent (5 %). Eine Erhöhung der Immobilienquote strebten 11 Prozent (5 %) der Stiftungen an. Trotz der derzeit häufig diagnostizierten „Krise“ der nachhaltigen Geldanlagen wollen 12 Prozent den Anteil ihrer ESG-Investitionen erhöhen. Bei alternativen Anlagen streben nur wenige Stiftungen eine Veränderung an. Bank bzw. Vermögensverwalter wechseln wollen nur 4 Prozent.

Veränderungen werden, so könnte man vermuten, eher vorgenommen, wenn die Zufriedenheit gering ist, als wenn sie sehr hoch ist. Allerdings gibt unsere Umfrage keine allzu starken Hinweise, dass die Absicht, nichts zu verändern, mit der Zufriedenheit korreliert. Lediglich eine schwächere Zufriedenheit ist mit einer etwas größeren Anzahl von Veränderungen korreliert, die vorge-

nommen werden sollen. Mehr als die Hälfte der Stiftungen, die eine Veränderung möchten, kreuzten nur eine Möglichkeit an.

Dass z.B. auch sehr zufriedene Stiftungen 2025 eine Veränderung beabsichtigen, spricht für ein aktives Verständnis der Geldanlage. Wer aber nichts verändern möchte, ist allein deshalb nicht schon passiv. Das brachten auch die meisten Kommentare, die uns übermittelt worden sind, in der einen oder anderen Weise zum Ausdruck – egal ob eine Veränderung angestrebt wurde oder nicht. Die Kommentare verwiesen einerseits auf die letzten Endes günstigen Marktbedingungen, sie beinhalteten jedoch andererseits Anmerkungen oder kurze Reflexionen zum Management, zur eigenen Assetallokation – häufiger im Hinblick auf eine offensive Ausrichtung, aber nicht nur – oder auch zu neu anzupackenden Aufgaben. Es spricht also vieles dafür, dass die generell hohe Zufriedenheit mit dem Anlagejahr 2024 keine Selbstzufriedenheit ist.





Effektive Auszahlungsquoten

Stiftungen können unterschiedliche Regeln für ihre Auszahlungs-Quoten festlegen. Von diesen organisations-„politischen“ Quoten können die realen Auszahlungs-Quoten abweichen. Eine Studie wirft Licht auf die Bestimmungsgrößen der Ist-Quoten bei US-Stiftungen.

Auszahlungsregeln bei Stiftungen

Die Auszahlungspolitik gemeinnütziger Stiftungen wird von Stiftungsverantwortlichen festgelegt, aber innerhalb eines gesetzlichen Rahmens. In den USA erfolgt dies durch den „Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act“ (UPMIFA), der neben dem Stifterwillen und den Stiftungszielen eine Reihe von ökonomischen Kriterien anführt, die bei der Festlegung der Ausschüttungsquote zu beachten sind.

Wir haben in einem RenditeWerk-Artikel vor einiger Zeit ([Das Hoch und Nieder des Stiftungskapitals](#)) bereits eine Systematik von Ausgabenregeln vorgestellt, die vor allem US-Universitätsstiftungen anwenden. (

Eine alternative Klassifizierung schlugen Sedlacek und Jarvis vor ([„Endowment Spending: Building a Stronger Policy Framework“](#)).

Demnach lassen sich vier Haupttypen von Auszahlungsregeln unterscheiden: a) einfache Regeln, b) inflationsbasierte Regeln, c) Glättungsregeln und d) hybride Regeln.

Einfache Regeln: Stiftungen definieren einen Prozentsatz für Auszahlung nur in Bezug auf

laufende Erträge (Zinsen, Dividenden) oder einen fixen Prozentsatz des Anfangsmarktwerts.

Inflationsbasierte Regeln: Die Auszahlungen steigen jährlich mit der Inflation und können innerhalb eines bestimmten Rahmens begrenzt sein (z. B. 3–6 % des Stiftungswerts).

Glättungsregeln: Es wird ein fester Prozentsatz des gleitenden Durchschnitts der Marktwerte der letzten – meist 3 – Jahre ausgeschüttet, womit die Volatilität reduziert wird.

Hybride Regeln: Kombination aus gleitendem Durchschnitt und inflationsbasierter Anpassung (z. B. Yale-/Stanford-Methode).

Soll vs. Ist der Auszahlungsquoten

Die vorab festgelegten Auszahlungsquoten sind Sollgrößen. Die wirkliche Ausschüttungsrate kann davon abweichen und diese Abweichung kann zeitlich variieren. In der Regel befasst sich die Forschung zu Auszahlungsquoten auch in den USA mit den Soll-Quoten. In einer Studie, die wir im Folgenden vorstellen, hat Heng Qu von der Texas A&M University die tatsächlich realisierten Ausschüttungsquoten im Hinblick auf Bestimmungsgründe jenseits der

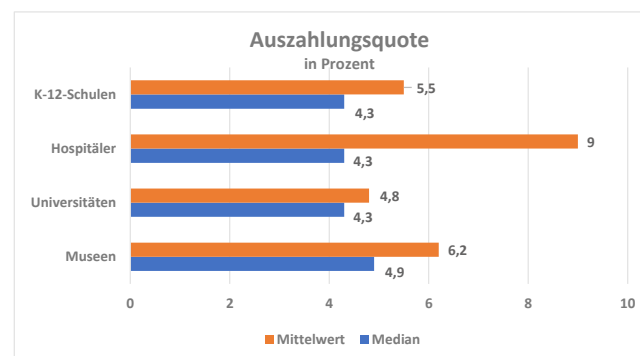
Determinanten der Richtlinienquote erstmals eingehender analysiert. Heng Qu untersucht Stiftungen gemeinnütziger Organisationen in den USA (public charity), denen die Auszahlungen dieser Stiftungen zufließen. Er analysiert dabei drei mögliche Erklärungsfaktoren für die effektive Rate und damit indirekt für Abweichungen von den Soll-Vorgaben: a) die Jahresrendite des Stiftungsportfolios; b) das Wachstum stiftungsunabhängiger Betriebseinkommen einer gemeinnützigen Organisation, die eine Stiftung eingerichtet hat (also z.B. eine Universität, ein Museum usw.); c) Zuwendungen an Stiftungen.

Modelle der Stiftungsfunktionen

Zunächst stellt Qu für die Hypothesenbildung vier in der US-Stiftungsforschung offenbar gängige Modelle zu eher latenten Stiftungsfunktionen bzw. -zielen im „public charity“-Bereich vor, die eine Abweichung der Ist-Quoten von den Soll-Quoten erklären könnten: a) ein Modell der Leistungsnachhaltigkeit, b) ein Puffermodell, c) ein Prinzipal-Agent-Modell und d) ein Akkumulationsmodell.

Modell der Leistungsnachhaltigkeit

Dieses Modell sieht die Funktion einer Stiftung in der intergenerationalen bzw. langfristigen Sicherung eines gegebenen Leistungs-Niveaus einer Stiftungstätigkeit. Die Auszahlungsquote ist bei diesem Modell allein von den aktuellen Renditen des Stiftungsvermögens abhängig – nicht vom stiftungsunabhängigen Betriebseinkommen oder von Zuwendungen.





Puffer-Modell

Das Puffer-Modell sieht die eigentliche Aufgabe einer Stiftung darin, die „Mutter“-Organisation bei unerwartet starken Einnahmeausfällen zu unterstützen. Das impliziert in guten Zeiten eine defensivere Auszahlungspolitik zur Rücklagenbildung, in schlechten Zeiten eine offensive Vorgehensweise. Die Auszahlungsrate reagiert auf Einbrüche des stiftungsunabhängigen Betriebseinkommens, aber nicht auf Stiftungserträge.

Prinzipal-Agent-Modell

Das (Prinzipal-)Agent-Problem besteht darin, dass Stiftungsmanager vom Verwaltungsauftrag abweichende Eigeninteressen verfolgen können, denen die Stiftung dann partiell zu „dienen“ hat. Studien zeigen etwa, dass in Staaten mit schwächerer Aufsicht ein höherer Anteil von Spenden in Stiftungs-Managergehälter fließt als in Staaten mit stärkerer Aufsicht. In diesem Modell liegt die tatsächliche Auszahlungsrate einer Stiftung tendenziell unter der vorgegebenen Rate.

Akkumulations-Modell

Ein viertes Modell besagt, dass ein großes und wachsendes Stiftungsvermögen bereits ein Ziel an sich sei, weil die Kapitalausstattung als „Prestigesymbol“ und Erfolgs-Maßstab betrachtet werde. Die Auszahlungsrate geht hier nach negativen Stiftungsschocks zurück, sie

bleibt aber nach positiven Stiftungsschocks oder Änderungen des stiftungsunabhängigen Betriebseinkommens einer Organisation unverändert.

Ergebnisse der Studie - deskriptiv

Qu unterscheidet unter den Organisationen, die eine Stiftung für die eigenen Zwecke errichtet haben, vier „Branchen“: Museen, Krankenhäuser, Universitäten und K-12-Schulen (allgemeinbildende Schulen, die nach 12 Jahren zum Highschool-Abschluss führen).

Er führt mit dem Datenmaterial zu 297 Museen, 787 Universitäten, 366 Hospitälern und 620 K-12-Schulen zunächst eine deskriptive Analyse für den Zeitraum zwischen 2009 und 2016 durch.

Der Median (50% der Stiftungen liegen darüber, 50% darunter) des **Stiftungsvermögens** pro Kategorie lag im Untersuchungszeitraum

zwischen 49,3 Mio. (Universitäten) und 9,3 Mio. USD (K-12-Schulen).

Die **effektiven Auszahlungsraten** variierten sehr stark, nämlich zwischen 0 und 100 Prozent. 20 Prozent der Stiftungen zahlten zwischen 2009 und 2016 nichts aus und wurden daher aus der Untersuchung ausgeschlossen.

Der Median der **Auszahlungsraten** lag für die vier Gruppen relativ nah beieinander; er variierte zwischen 4,3 (Universitäten, K-12, Hospitäler) und 4,9 Prozent (Museen). Die arithmetischen Mittelwerte streuten stärker, sie lagen zwischen 5,1 (Universitäten) und 12,3 Prozent (Hospitäler).

Das **Verhältnis der Auszahlungen** von Stiftungen zu den Ausgaben der Stifter-Organisationen lag für den Median zwischen 0,13 (Museum) und 0,002 Prozent (Hospitäler).

Die **Stiftungserträge pro Jahr** waren zwischen 2009 und 2016 im Universitätsbereich

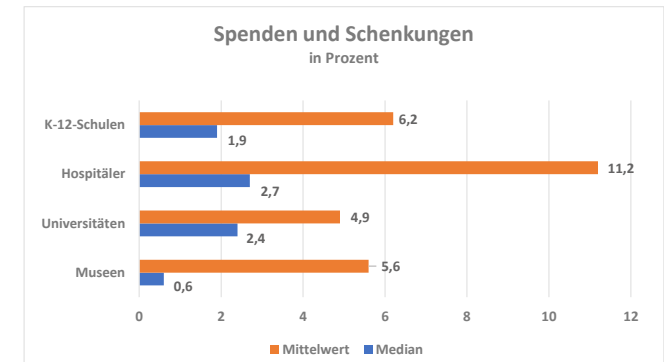
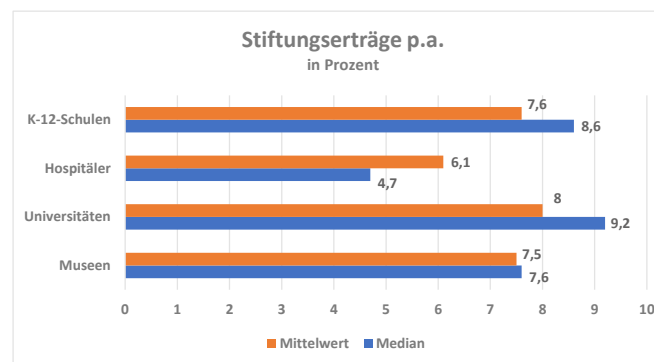
am höchsten (Median 9,2%), bei Hospitälern am geringsten (Median 4,7%).

Das Wachstum des **stiftungsunabhängigen Betriebseinkommens** der Organisationen hatte einen Wert zwischen 2,0 bis 2,6 Prozent.

Zuwendungen an Stiftungen machten im Median 0,6 bis 1,9 Prozent aus, im Durchschnitt 4,9 bis 11,2 Prozent, was bedeutet, dass deren Anteil bei einem kleineren Teil von Stiftungen sehr hoch ist.

Zusammenfassend zeigt sich folgendes Bild:

Museen haben kleinere Vermögen, das kleinste stiftungsunabhängige Betriebseinkommen, die geringsten Gesamtausgaben; sie waren zur Finanzierung ihrer Aufgaben am stärksten auf Ausschüttungen ihrer Stiftungen angewiesen.





Hospitäler sind am wenigsten auf Stiftungsauszahlungen angewiesen, die Stiftungsperformance ist im Gruppenvergleich am schwächsten (vermutlich aufgrund einer konservativen Anlagestrategie), sie haben das größte stiftungsunabhängige Betriebseinkommen und die größten Gesamtausgaben.

Universitäten halten große Stiftungsfonds, brillieren mit sehr guter Performance, erhalten laufend voluminöse Zuwendungen und haben ein relativ hohes stiftungsunabhängiges Betriebseinkommen sowie hohe Gesamtausgaben; aber die Ausschüttungsquoten sind nicht die höchsten.

K-12-Schulen haben die kleinsten Stiftungsvermögen, ein geringes stiftungsunabhängiges Betriebseinkommen, geringe Gesamtausgaben, aber ähnlich hohe Ausschüttungsquoten wie Universitäten.

Bestimmungsgrößen der effektiven Auszahlungsquote

Heng Qu untersuchte für den Zeitraum von 2009 bis 2016 die Abhängigkeit der realen Auszahlungsquote von a) der Stiftungsrendite, b) das Wachstum des stiftungs-

unabhängigen Betriebseinkommens einer Organisation und c) den Zuwendungen an eine Stiftung.

Zu a) Stiftungsrenditen

Im Museums- und im Bildungsbereich reagieren die Auszahlungsraten auf die Veränderungen der Stiftungsrenditen, bei Hospitälern nicht.

Bei Museen besteht eine positive Abhängigkeit der Ausschüttungsrate von den Stiftungserträgen.

Universitäten & K-12-Schulen reagieren auf Veränderungen der Stiftungsrenditen verzögert, aber in unterschiedlicher Weise: Bei K-12-Schulen reagiert die Ausschüttungsrate asymmetrisch auf Veränderungen im Bereich negativer Renditen. Bei Universitäten ist die Reaktion symmetrischer und gegenläufig zu

den Erträgen im Vorjahr (was auf ein Moving-Average-Strategie hinweist).

Zu b) Wachstum stiftungsunabhängiger Betriebseinkommen

Im Kontext der Betriebseinkommen ohne Stiftungsbezug überprüfte Heng Qu die Hypothese der Pufferfunktion und fand dafür nicht viel Evidenz. Auch gibt es keine statistische Unterstützung für das Akkumulationsmodell.

Zu c) Zuwendungen

Bei Universitäten, Hospitälern und den Bildungsinstitutionen wirken sich Zuwendungen auf die Ausschüttungsquote aus, nicht jedoch bei Museen.

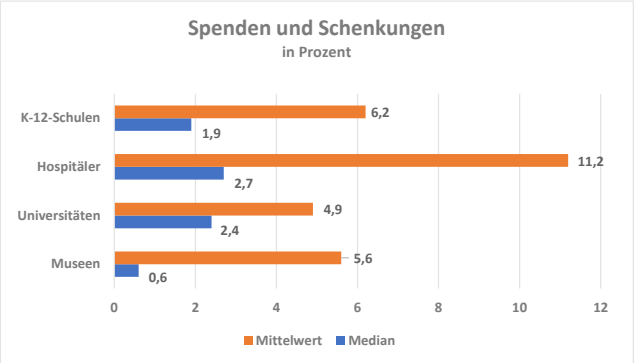
Im Universitätssegment geht die Auszahlungsrate leicht zurück, wenn Zuwendungen stiegen. Das ist bei dadurch bedingter Erhöhung des Stiftungskapital zu erwarten, wenn die Auszahlung konstant bleibt.

In Krankenhäusern und Schulen werden Zuwendungen oftmals zur Deckung laufender Ausgaben genutzt.

Schluss

Die Studie bringt Licht in Bestimmungsgründe der realen Auszahlungsraten, die von den Richtlinien-Auszahlungsraten der Stiftungen abweichen können. Die Wirkungen von Stiftungsrendite, Wachstum der stiftungsunabhängigen Betriebseinkommen sowie Zuwendungen auf die Auszahlungsquote sind je nach Organisationskategorie unterschiedlich. Damit bietet Hang Qu zugleich einen Ansatz für die Erklärung von Abweichungen der Ist-Auszahlungsquoten von den Soll-Quoten. Allerdings hat Qu diese Soll-Ist-Differenz direkt gar nicht untersucht. Der Grund: Fehlende Daten zu Soll-Quoten.

Link zur Studie: Endowment for a rainy day? An empirical analysis of endowment spending by operating public charities



Änderung von A, B, C bewirkt Änderung der Auszahlungsquote	Museen	Universitäten	Hospitäler	K-12-Schulen
A) Stiftungserträge	ja	ja	nein	ja
B) Wachstum st.-unabh. Betriebseinkommen	nein	ja	nein	nein
C) Spenden und Schenkungen	nein	ja	ja	ja



Das Kaleidoskop der Infrastruktur

Infrastruktur ist alles, was wir zum Leben und Wirtschaften brauchen. Da sich unsere Gesellschaft im steten Wandel befindet, entstehen neue Spielarten von Infrastruktur. Klaus Weber, Geschäftsführer, PATRIZIA GrundInvest

Das Thema Infrastruktur ist derzeit in aller Munde. In der öffentlichen und politischen Diskussion geht es dabei meist um sanierungsbedürftige und ausbaufähige Verkehrsinfrastruktur, vor allem Straßen, Schienen und Wasserwege, aber durchaus auch um soziale Infrastruktur. Investoren wiederum denken zuerst an Investments in erneuerbare Energien oder große Einzel-Assets wie Flughäfen oder Häfen.

Beides ist richtig – und greift doch noch immer viel zu kurz. Infrastruktur ist alles, was wir zum Leben und Wirtschaften brauchen. Und da sich unsere Gesellschaft in einem steten Wandel befindet, gilt das auch für die Anforderungen an und die möglichen neuen Spielarten von Infrastruktur.

Diese Veränderungen manifestieren sich in vier sogenannten Megatrends: Digitaler Wandel, urbaner Wandel, Energiewende und die Veränderung der Lebensgewohnheiten prägen die Entwicklung des Sektors.

Vor allem der digitale Wandel führt dazu, dass sich ganz neue Infrastruktur-Geschäftsmodelle herausbilden – und damit auch Investitionschancen. Die Frage ist, wie Investoren möglichst konkret und frühzeitig solche neuen Infrastrukturtrends aufgreifen und umsetzen können.

Zu den essenziellen Bausteinen einer modernen Wirtschaft und Gesellschaft gehören neben Energieversorgung und Verkehrswegen eben auch ein verlässliches Wassermanagement, Glasfasernetze und Dateninfrastrukturen, Stadtbeleuchtung und Mobilfunknetze, Müllentsorgung und zukünftig vermehrt auch eine Wasserstoffinfrastruktur.

Digitale Infrastruktur – unsichtbare Infrastruktur unter und über der Stadt

Rechenzentren und Glasfasernetze bilden das Rückgrat der modernen Kommunikation und ermöglichen die digitale Transformation von Wirtschaft und Gesellschaft.



Klaus Weber ist seit der Gründung der PATRIZIA GrundInvest im Jahr 2015 an Bord. Bis zu seiner Berufung in die Geschäftsführung im März 2024 leitete er den Vertrieb. Mit rund 30 Jahren im Bereich der Investmentvermögen für private, semiprofessionelle und professionelle Anleger und einem verantwortlich platzierten Eigenkapital von rund eine Milliarde Euro verfügt er über umfangreiche Erfahrungen mit Sachwertfonds.

Für Cloud-Computing und Streamingdienste, KI-Anwendungen und Industrie 4.0 sind ausreichende Kapazitäten unabdingbare Voraussetzungen. Urbanisierung und technologischer Fortschritt treiben den Ausbau

digitaler Infrastruktur voran. Unter unseren Städten erstreckt sich bereits jetzt eine „unsichtbare Infrastruktur“ aus Datenleitungen, Rechnern, IoT(Internet of Things)-Geräten und -Software, die Verkehrssteuerung, Ener-



gieeffizienz und Echtzeit-Datenverarbeitung ermöglichen.

Doch nicht nur unter, auch über den Städten – und auch in der breiten Fläche – wird die Netzausdeckung mit Mobilfunkmasten immer dichter. Verantwortlich hierfür sind in erster Linie die Mobilfunkbetreiber, doch auch die benötigen dafür Standorte hauptsächlich in Form von Türmen und Masten, die ihnen spezialisierte Anbieter zur Verfügung stellen. Der führende Anbieter in den USA zum Beispiel, American Tower, zählt mit seiner Marktkapitalisierung zu den weltweit wertvollsten börsennotierten „Immobilienunternehmen“ (REITs) überhaupt – ganz nebenbei ein schönes Beispiel dafür, wie die Grenze zwischen den Assetklassen Immobilien und Infrastruktur („RE-Infra“) immer mehr verwischt. Das europäische Pendant, Vantage Towers, ist nach kurzer Zeit 2023 wieder von der Börse genommen worden und seither wieder in Private-Equity-Hand.

Intelligente Stadtbeleuchtung – Energieeffizienz und Kostenersparnis

Zur essenziellen Infrastruktur zählen freilich auch sehr gut sichtbare Elemente in unseren Städten – die für uns jedoch so selbstverständlich sind, dass sie erst auffallen, wenn sie mal ausfallen. Straßenbeleuchtung zum Beispiel. Auf den ersten Blick mag

das banal klingen, aber die technologischen Umwälzungen hierbei sind alles andere als das. Die Straßenbeleuchtung in Europa verursacht erhebliche Energiekosten, die durch intelligente LED-Technologien um bis zu 80 Prozent gesenkt werden können. Moderne Smart-Lighting-Systeme passen sich in Echtzeit an das Verkehrsaufkommen an und helfen Städten, Energie zu sparen und unnötige „Lichtverschmutzung“ zu reduzieren.

Auch Wasser wird in vielen Weltgegenden zunehmend zu einem knappen Gut. Gleichzeitig sind Wasserverluste durch alte und undichte Leitungsnetze vielerorts ein wachsendes Problem – gerade auch in Industrieländern wie Großbritannien, wo jährlich etwa eine Billion Liter Wasser aufgrund undichter Leitungen versickern. Der Einsatz intelligenter Wassernetze mit Sensoren und KI hilft, Lecks frühzeitig zu erkennen und Wasserverluste zu minimieren.

Nachhaltige Energieversorgung – mehr als „nur“ Erneuerbare

Die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien – allen voran Windenergie und Photovoltaik – sind schon jetzt und werden in Zukunft noch vielmehr ein Rückgrat der Energieversorgung. Aber das allein wird nicht reichen. Andere Erzeugungsarten wie Biomasse, Geothermie oder auch Ener-

giegewinnung aus Müll werden ebenfalls benötigt und haben noch Spielraum für weiteren Ausbau und technologische Weiterentwicklung. Eine Schlüsselrolle kommt den Übertragungsnetzen und vor allem den Speichertechnologien zu, um die Stromversorgung aus Erneuerbaren grundlastfähig zu machen.

Nachhaltige Kraftstoffe werden auf absehbare Zeit für Verkehrsträger benötigt, die sich bislang nicht ohne Weiteres elektrifizieren lassen, wie den Luftverkehr. Und auch der Kraftfahrzeugbestand wird nicht von heute auf morgen komplett auf Elektromobilität umgestellt werden können und benötigt Alternativen als Brücke zwischen fossilen Brennstoffen und Elektrifizierung. Dasselbe gilt für Wasserstoff, der zudem eine strategische Ressource zur Energiespeicherung und zur Dekarbonisierung der Industrie darstellt. Die dafür benötigte Infrastruktur steckt aber noch in den Kinderschuhen.

Allein diese Beispiele zeigen, wie vielfältig das Thema Infrastruktur schon jetzt und erst recht in Zukunft sein wird. Hinter all diesen Ansätzen verbergen sich künftige Geschäftsmodelle und Investitionschancen, die für Investoren langfristig weitgehend stabile Cashflows generieren können. Häufig geht es dabei aber gar nicht um konkrete Einzel-

Assets, sondern die dahinterstehenden Innovationen oder um den Betreiber mitsamt seinem Portfolio. Für Investoren ist die gesamte Bandbreite an Möglichkeiten daher in der Regel schwer zugänglich. Hier bietet der vor Kurzem neu geregelte „European Long-Term Investment Fund“ (ELTIF) auch Anlegern mit kleinerem Gesamtportfolio die Möglichkeit, mit einem Produkt sowohl in direkte Assets als auch in Unternehmen und sogar in andere Fonds von Infrastrukturspezialisten zu investieren.



Die Vielen und das Eigenwohl – auf Private Markets machbar?

Das Projekt der „Demokratisierung“ der bislang weitgehend geschlossenen Welt der alternativen Geldanlagen

Aristoteles zerlegte im dritten Buch der Schrift „Politik“ seine Analyse der Staats-Verfassungen in zwei Komponenten: eine quantitative mit den drei Ausprägungen „einer“, „wenige“, „viele“. Und eine qualitative, in der er Gemeinwohl- und Eigenwohl-Orientierung unterschied. Eigenwohl verstand er durchaus in einem ökonomischen Sinne. Daraus ergibt sich ein Schema mit 6 möglichen Kombinationen. Die Kombination „wenige“ und „Eigenwohlorientierung“ nannte Aristoteles Oligarchie, die Kombination „viele“ und „Eigenwohlorientierung“ Demokratie. Die Kombination „viele“ und „Gemeinwohlorientierung“, die man heute intuitiv mit dem Ideal von Demokratie verbindet, bezeichnete er als Politie.

Der privilegierte legitime Ort, an dem viele Gesellschaften ihren Mitgliedern zugestehen, ihren Eigennutzen zu mehren, ist die Wirtschaft. Durchgehend in Geldgrößen gemessen erfolgt dies am Kapitalmarkt. Die Frage also ist, ob Demokratie im Sinne von Aristoteles mit ihrem ökonomischen Hintergrundrauschen nicht auch an Kapitalmärkten zu suchen ist. Wer sucht, so heißt es, der findet – zum Beispiel die um sich greifende Rede von der „Demokratisierung“ der Private Mar-

kets. Nach dem Schema des Aristoteles ist damit gemeint der Übergang vom exklusiven „Eigenwohl“ nur der „wenigen“ institutionellen Investoren („Oligarchie“) zum inklusiven „Eigenwohl“, das auch die „vielen“ Privatanleger miteinschließt („Demokratie“).

Nun hat der Versuch, eine vielleicht für Marketingzwecke ersonnene Demokratie-Rhetorik für alternative Anlagen mit Aristoteles zu adeln, viele Haken. Einer ist die Frage: auf welches Tun der Investoren bezieht sich „Demokratie“ hier überhaupt? Die grundsätzliche Antwort im Fall der politischen Systeme lautet: erstens auf Entscheidungs-Partizipation und zweitens auf die dafür vorauszusetzende Informations-Partizipation. Beide Aspekte liegen auch der Idee der Aktionärs-Demokratie zugrunde. Gilt das auch für die sogenannte „Demokratisierung“ der Private Markets? Ein kurssorischer Blick in verbreitete Veröffentlichungen zeigt,

dass Informations-Partizipation im Sinne von Wissen/Erfahrung nach state of the art in fast allen Verlautbarungen zur „Demokratisierung“ der Private Markets eine überragende Rolle spielt. Über die gleichfalls zu stellende Frage der Entscheidungs-Teilhabe, die über das zugrunde liegende rechtliche Konstrukt definiert wird, wird demgegenüber weit weniger geredet. „Wahlentscheidungen“ sind zudem erforderlich im Zusammenhang mit der Auswahl der Manager. Im Wesentlichen aber

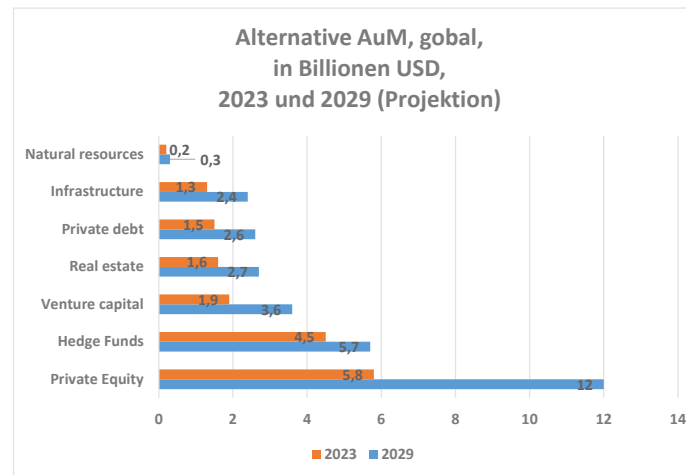
ist im Kontext der Private Markets mit „Demokratisierung“ etwas anderes gemeint: einfach der Zugang zu diesen Anlageformen. Die Entsprechung im Falle des Staates wäre wohl am ehesten die Staatsbürgerschaft. Aber mit der ist bekanntlich noch nicht die Staatsform definiert. Soviel zur Tragweite der rhetorischen Formel „Demokratisierung“, die wir dennoch im Folgenden weiterhin verwenden, wenn auch in Anführungszeichen.

Im Folgenden werfen wir einen Blick auf alternative Märkte und das damit verbundene Expertise-Problem aus der Perspektive von Managern und Investoren. Basis sind zwei Befragungen, die im Herbst 2024 veröffentlicht worden sind. Eine Umfrage der Beratungsgesellschaft Ernst & Young (EY) unter Managern alternativer Fonds u.a. zur „Demokratisierung“ (2024 EY Global Alternative Fund Survey).

Und eine Befragung des Bundesverbands Alternative Investmentfonds (BAI) hauptsächlich unter Investoren (BAI Investor Survey 2024).

Private Markets weltweit: Akademien erforderlich?

Nach Angaben von EY hat das Volumen al-



Quelle: 2024 EY Global Alternative Fund Survey, S. 8



alternativer Anlagen von rund 13 Billionen USD Ende 2021 auf nicht ganz 20 Billionen USD bis Ende 2024 zugelegt. Branchenexperten erwarten einen weiteren Zuwachs bis 2029 auf 29,2 Billionen USD.

Als einen wichtigen Wachstumstreiber der nahen Zukunft sehen die von EY befragten Fondsmanager die „Demokratisierung“ der Private Markets.

Der Studie zufolge stehen weltweit wohlhabende Privatanleger als wesentliche Zielgruppe zunehmend im Fokus der Branche. Dieser Trend sei bisher in den USA am weitesten fortgeschritten. Auch Vermögensverwalter seien gerade in den USA zunehmend bestrebt, alternative Anlagen als strategisches Wachstumssegment für die eigenen vermögenden Kunden zu nutzen.

Zwar konzentrierten sich die befragten alternativen Fondsmanager noch überwiegend auf große institutionelle Investoren. Dennoch machten in den USA Ultra-High-Net-Worth-Kunden (ab 30 Mio. USD) und High-Net-Worth-Kunden (ab 1 Mio. USD) bereits einen bedeutenden Anteil der Investoren aus. Anders als bei diesen Kundengruppen habe bislang nur eine kleine Minderheit der befragten Unternehmen den Retail-Bereich unter 1 Mio. USD adressiert. Dennoch, so die Studie, habe in Zukunft auch der Zugang zum Retail-Kapital eine hohe Priorität.

Das wirke sich bereits dahingehend aus,

dass vermehrt Zusammenschlüsse oder Kooperationen von Vermögensverwaltern, traditionellen Fondsmanagern und alternativen Fondsmanagern angestrebt würden. Begünstigt werde dies durch Regulatorik und neue Fondsstrukturen wie ELTIFs in der EU oder LATFs (Long-Term Asset Funds) in Großbritannien.

Jedoch bewerteten die befragten Experten eine Skalierung durch Integration von UHNW-, HNW-Investoren und noch mehr von Retail-Kunden als nicht einfaches Unterfangen. Benötigt würden Strukturen, die im institutionellen Bereich nicht erforderlich sind wie Vermarktung und Vertrieb, sowie Einrichtungen zur Informationsvermittlung und Aufklärung für Privatkunden etwa in Gestalt von Informationsplattformen oder Akademien.

Die letztlich entscheidende Frage für „Demokratisierung“ aber ist, ob sich das alles „rechnet“. Das ist offenbar unter den befragten Experten noch nicht ausgemacht. Denn einerseits, so die Studie, führe die Arbeit mit einer größeren Anzahl weniger erfahrener Investoren zu

geringeren durchschnittlichen Investitionsbeträgen. Andererseits erhöhten sich zugleich die Kosten für Vertrieb, Markenentwicklung, Kundenansprache, Kundenbetreuung, Verwaltung, Compliance und Berichterstattung.

Weil bislang unsicher ist, ob für alternative Fondsmanager „Demokratisierung“ überhaupt profitabel ist, ist es der Studie zufolge auch fraglich, ob alternative Fondsmanager ausreichend motiviert sind, die erforderlichen Investitionen hinreichend lange durchzuführen. Gleichwohl skizziert die Studie zuversichtlich die Möglichkeit, dass der Prozess der „Demokratisierung“ auch im Bereich der alternativen Anlagen zu einer Stärkung von Funktionen und

Aufgaben führen werden, die für traditionelle Vermögensverwalter typisch sind.

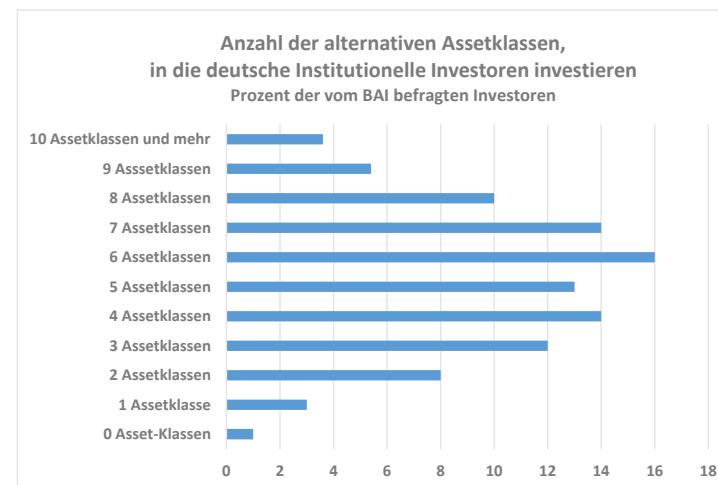
Private Markets in Deutschland: noch geschlossene Gesellschaft?

Der BAI hat im Herbst 2024 eine Umfrage unter 111 Institutionellen Investoren in Deutschland veröffentlicht (BAI Investor Survey).

Die Teilnehmer an der Umfrage waren überwiegend aus Versicherungsunternehmen und Pensionskassen, aber auch – mit deutlich geringerem Anteil – aus Stiftungen, Family Offices oder kirchlichen Einrichtungen. Von diesen Investoren hatten 19 Prozent Assets unter Management von unter 1 Milliarde Euro, der Rest kam darüber, 59 Prozent der AuM lagen im Bereich zwischen 1 Milliarde und 25 Milliarden, 2 verfügten über 200 Milliarden Euro.

Die Studie zeigt, dass insgesamt die von den Investoren gewählte Diversifikation im alternativen Anlageuniversum inzwischen relativ hoch ist. Jeweils 10 oder mehr Prozent der Investoren sind in entweder 3, 4, 5, 6, 7 oder 8 Assetklassen investiert. 16 Prozent der Investoren sind in 6 Assetklassen investiert, das ist die am häufigsten genannte Zahl der alternativen Assetklassen.

Schaut man sich den Anteil der Investoren pro Assetklasse im Jahr 2024 an, dann liegt Real Estate Equity (mit 87% der Investoren)



Quelle: Eigene Berechnung auf Basis von Daten des BAI Investor Survey 2024



vorne, gefolgt von Infrastructure (über 80%), Corporate Private Equity (über 70%) und Corporate Private Debt (knapp über 70%). Diese vier Assetklassen bilden eine Spitzengruppe.

Ein mittleres Cluster folgt mit einer Quote um die 50 Prozent. Dazu gehörten Infrastructure Debt, Real Estate Debt und Venture Capital.

Dann kommt eine Gruppe mit Investoren-Anteilen um die 20 Prozent: Hedge Funds / Liquid Alternatives, Credit Specialities, Commodities und andere Real Commodities.

Abgeschlagen waren Kryptoassets, in die nur 5 Prozent der Investoren anlegten.

Die drei wichtigsten Assetklassen im Hinblick auf weitere Investitionen in naher Zukunft sind Infrastructure Equity, Corporate Private Debt und Infrastructure Debt.

Der BAI adressierte das Thema Expertise gleichfalls. Er ließ in der Umfrage die Investoren ihre eigene Anlage-Kompetenz für alternative Märkte einschätzen auf einer sechsstufigen Skala von 1 (Anfänger) bis 6 (Experte). Die überwiegende Mehrheit der Investoren benotete sich mit den Stufen 6 (30%), 5 (32%) oder 4 (20%) – das sind zusammen 80 Prozent der Investoren – nur wenige gaben sich also „Noten“ weiter unten.

Eine weitere Frage galt den gegenwärtig größten Herausforderungen für Investoren bei der alternativen Geldanlage. Die Frage wurde jedoch nicht nur den an der Umfrage

teilnehmenden Investoren gestellt, sondern auch noch Fondsmanagern. Zum Teil lagen die Einschätzungen beider Gruppen eng beieinander, zum Teil weniger eng oder sogar weiter auseinander. So meinten beispielsweise 27 Prozent der Investoren, das hohe Gebührenniveau sei für sie die größte Herausforderung, wohingegen nur 5% der Manager glaubten, dass dies für Investoren die größte Herausforderung sei. Hier kommen offenbar unterschiedliche Interessen und Perspektiven zum Ausdruck.

Am größten war die Einschätzungsdifferenz jedoch im Hinblick auf die Expertise. Im Jahr 2023 erachteten auf Investorensseite 15 Prozent ihre eigene Expertise als größte Heraus-

forderung. Im Jahr 2024 waren es nur noch 4 Prozent ihre Expertise. Allerdings kamen die befragten Manager 2024 zu einer deutlich anderen Einschätzung: 40 Prozent meinten, dass Expertise für Investoren aktuell die größte Herausforderung sei.

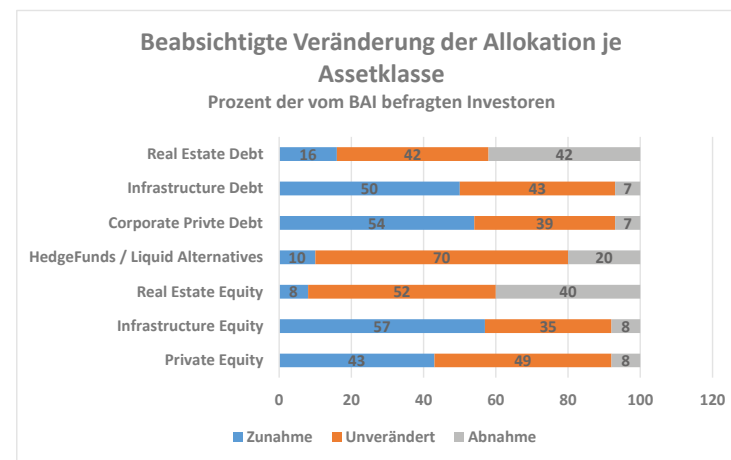
Nun muss man natürlich fragen, woher diese Differenz kommt. Die kurze Bemerkung in der BAI-Studie zu diesem Unterschied lautet: „Manager und Berater sind ziemlich gut darin, die Herausforderungen der Investoren einzuschätzen. Aber sie unterschätzen massiv die Erfahrung und Expertise der Investoren!“ Das spräche für einen „Bias“, eine Einschätzungsverzerrung der Manager. Generell gibt es zur Erklärung solcher Differenzen viele Möglich-

keiten, es wäre daher sicher nicht uninteressant, die hier wirksamen Faktoren empirisch näher aufzudröseln.

Alternative Lösung: Peripatos statt Akademie

Wissensasymmetrien spielen auf Finanzmärkten eine große Rolle, auf privaten Märkten aus unterschiedlichen Gründen noch mehr als auf öffentlichen

Märkten, die häufig näherungsweise als informationseffizient bewertet werden. Experten sehen in Wissensdefiziten eines Großteils der Privatanleger ein wichtiges Hindernis für eine „Demokratisierung“ der Geldanlage auf privaten Märkten. Eine mögliche Lösung der Zukunft heißt derzeit immer auch Künstliche Intelligenz – wobei in aktuellen Veröffentlichungen zu alternativen Anlagen eher konventionelle, ja auch geradezu altherwürdige Lösungen der Wissensvermittlung präferiert werden. So baut die EY-Studie nicht nur auf menschliche Intelligenz, sondern schlägt unter anderem Akademien für Private Markets vor. Wenn man aber wie wir den Weg zum Verständnis dieser „Demokratisierung“ über Aristoteles wählt, ist eine alternative Stätte der Lehre über alternative Geldanlagen naheliegend. Denn die Akademie war Platons Schule, die Lehrstätte des Aristoteles war der Peripatos. Der entscheidende Unterschied: in der Akademie lag man mehr, heute sitzt man in Akademien überwiegend. Im Peripatos wandelte man denkend und diskutierend hin und her. Vielleicht ist also weniger die KI als vielmehr die Wandelhalle das Modell der inklusiven Vermögensverwaltung für öffentliche wie private Märkte der Zukunft. Über ihrem Eingang könnte das Nietzsche-Zitat stehen: „So wenig als möglich sitzen; keinem Gedanken Glauben schenken, der nicht im Freien geboren ist und bei freier Bewegung.“



Quelle: BAI Investor Survey 2024



„Eine Demokratisierung ist zwar erstrebenswert, darf aber nicht überstürzt erfolgen“

Wir sprachen mit Dr. Philipp Bunnenberg, der beim Bundesverband Alternative Investments (BAI) für Alternative Markets verantwortlich ist, über den Stand und die Zukunft der sogenannten Demokratisierung der Private Markets, über die Rolle, die Vermögensverwalter dabei spielen, und über die Chancen sowie Herausforderungen, die sich daraus für semiprofessionelle Investoren, Stiftungen und Privatanleger ergeben.

Herr Dr. Bunnenberg, Sie sind beim Bundesverband Alternative Investments Head of Alternative Markets. Was macht der BAI?

Philipp Bunnenberg: Der BAI ist die Interessenvertretung für Alternative Investments in Deutschland. Als Verband bewegen wir uns im Spektrum der großen institutionellen Anleger. Also der Versicherer, Versorgungskassen, Family Offices oder Stiftungen. Bei unseren Umfragen geben rund 80 Prozent dieser Investoren Anlagevolumina ab einer Milliarde aufwärts an, 20 Prozent liegen darunter, bei Beträgen von 100 Mio. plus. Von unseren derzeit ca. 300 Mitgliedsunternehmen sind zwei Drittel Asset Manager, ein Drittel Serviceanbieter.

Bis vor kurzem haben wir Vermögensverwalter, Maklerpools oder kleinere Stiftungen mit unseren Angeboten nicht angesprochen. Wir begleiten aber als Verband unsere Mitglieder bei der Demokratisierung der Private Markets durch ELTIFs, Evergreens und ande-

re neue Anlagefonds, die sich vermehrt an das Wealth Management und Private Banking aber auch an Retail-Anleger richten.

„Demokratisierung“ heißt in diesem Kontext, Erleichterung des Zugangs des „Demos“, also breiterer Kundengruppen, zu Private Markets. Gibt es dabei eine interne Differenzierung nach Vermögensklassen und eine Vermögensuntergrenze?

Philipp Bunnenberg: Unterhalb der bisher von uns als Verband angesprochenen Gruppe der institutionellen Investoren kann man natürlich schon die gängige Unterscheidung in UHNWI ab 30 Mio., HNWI ab 1 Mio. und Retail-Kunden bemühen, aber so eng würde ich das gar nicht fassen. Denn entscheidend ist weniger die Vermögensgröße als vielmehr die Erfahrung mit Private Markets Investments. Kleinere Investoren, die vielleicht seit 10 Jahren im Private-Market-Segment unterwegs sind, können sich eigenständig zurecht



Dr. Philipp Bunnenberg, Head of Alternative Markets beim Bundesverband Alternative Investments

finden. Investoren, die z.B. über 5 Milliarden verfügen und neu in den Private Markets unterwegs sind, benötigen Beratung. Wichtiger als hohes Vermögen ist große Erfahrung.

Worin besteht in diesem Prozess der Demokratisierung die Aufgabe der Vermögensverwalter?

Philipp Bunnenberg: Es ist wichtig, dass man auf diesem Weg einen Schritt nach dem anderen geht. Die Erfahrungs- und Wissensdifferenzen zwischen Private-Markets-Fondsmanagern und den typischen Private-Banking- oder Retail-Kunden ist derzeit häufig noch groß. Man kann von nichtinstitutionellen Endkunden auch nicht verlangen, dass sie neue Produkte ad-hoc durchdringen und verstehen. Dafür sind diese weitestgehend zu komplex. Hier kommt Vermögensverwaltern als den Finanzexperten, die mit den Kunden in unmittelbarem Kontakt stehen, eine zentrale Vermittlerrolle zu. Sie sind daher die Ansprechpartner unserer Branche. Die Spezialisten für Private Markets können sich dann auf die vertiefende Wissensvermittlung beschränken, die zum Verständnis der neuen und komplexen Anlageklassen erforderlich



ist. Ziel sollte sein, dass Vermögensverwalter ihren Kunden die Produkte verständlich, aber korrekt erklären können. Sie sollten dabei selbst zu 100 Prozent hinter den Produkten stehen, die sie ihren Kunden empfehlen.

Wir als Verband haben die Aufgabe, im Interesse der Branche international wettbewerbsfähige und attraktive Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments zu ermöglichen, Informationen und Guides zur Verfügung zu stellen und über Vorteile und Nachteile aufzuklären. Für November 2025 planen wir, erstmals ein Wealth Management Symposium auszurichten, das auf rein fachlicher Expertise beruht. Im Fokus werden Evergreen-Strukturen, neue Absatzmärkte mit ELTIF 2.0 sowie Herausforderungen im Vertrieb und in der Abwicklung stehen. Das Programm richtet sich an BAI-Mitglieder sowie Vermögensverwalter, Family Offices, Stiftungen, Privatbanken, Sparkassen, Volksbanken und interessierte institutionelle Investoren.

Wie schnell wird der Prozess der Erweiterung der Kundenbasis für Private Markets voranschreiten?

Philipp Bunnenberg: Eine Demokratisierung ist zwar erstrebenswert, darf aber nicht überstürzt erfolgen. Wir dürfen keine falschen Erwartungen erwecken. Strukturen

müssen langfristig und nachhaltig aufgebaut werden. Das können die Mitgliedsunternehmen unseres Verbandes leisten. Sie bringen die nötige jahrzehntelange Erfahrung mit dem institutionellen Geschäft auf den Private Markets mit. Wichtig ist daher, wie gesagt, ein nachhaltiger Wissenstransfer, an dem auch Vermögensverwalter beteiligt sind.

Zudem erstreben nicht alle Manager eine Ausweitung auf den Private-Banking- oder Retail-Sektor. In einem entwickelten Retail-Segment kennen sie unter Umständen die Investoren nicht oder verfügen nicht über die notwendigen Vertriebsstrukturen. Das ist bei institutionellen Anlegern anders, diese sind bekannt und die Manager wissen, dass sie die erforderliche Erfahrung, Professionalisierung und Reife mitbringen.

Rücken auf Anlegerseite auch vermehrt Stiftungen in den Fokus?

Philipp Bunnenberg: Ja, der nächste natürliche Schritt ist, dass nach den großen institutionellen die kleineren institutionellen und die semi-institutionellen Investoren angesprochen werden, sodass diese ihre Kapitalanlage einfacher und besser in Alternative Anlageklassen diversifizieren können. Dazu zählen insbesondere auch Stiftungen. Der sehr langfristige Anlagehorizont von Stiftungen kommt

Investitionen in Private Markets Assetklassen entgegen.

Die Frage ist allerdings, ob die oft schon Jahrzehnte alten Satzungen und Anlagerichtlinien von Stiftungen die erforderlichen Gestaltungsspielräume überhaupt zulassen. Stiftungen müssten das mit ihren Beratern klären und gegebenenfalls ihre Rahmenvorgaben anpassen.

Alternative Anlageklassen, wie Private Credit mit vergleichsweise hohem Turnover der Assets und regelmäßigen Kapitalausschüttungen können für den Stiftungszweck sehr gut geeignet sein. Der typische Einstieg in Deutschland für Stiftungen erfolgte bisher allerdings über Real Estate, z. B. auch über selbstgenutzte Immobilien, dann ging es weiter zu Infrastruktur, Private Equity oder Private Credit. Empfehlenswert ist der direkte Aufbau eines diversifizierten Private-Markets-Portfolios. Zu Stiftungen passen sehr gut Evergreen-Produkte, in denen das Stiftungskapital schnell investiert und lange – z.B. 50 oder 100 Jahre – angelegt ist ...

... Wenn ich dazwischenfragen darf: was sind Evergreens überhaupt?

Philipp Bunnenberg: Die Bezeichnung „Evergreen“ ist recht unspezifisch. Eine einheitliche Struktur oder Definition existiert nicht. Evergreen Private Markets AIFs können

sowohl offene als auch geschlossene Vehikel im Sinne der AIFMD sein. Sie kombinieren i.d.R. Elemente von offenen und geschlossenen Strukturen. Aufgrund dessen weisen Evergreen-Vehikel sehr unterschiedliche Ausgestaltungen auf, von NAV-basierten offenen Strukturen über hybride Konzepte, die Merkmale traditioneller geschlossener und offener Fonds vereinen, bis hin zu geschlossenen, rollierenden Vintage-Strukturen. Offene Evergreen-Strukturen eignen sich auch für den ELTIF. Tatsächlich sind Fonds dieser Kategorie, die in den letzten Monaten auf den Markt gekommen sind, überwiegend als Evergreens ausgestaltet.

Welche Vorteile hat der Evergreen aus Kundenperspektive?

Philipp Bunnenberg: Der Vorteil für Kunden ist, dass sie flexibel in den Fonds einsteigen können und vom ersten Tag an voll investiert sind. Anlegern stehen zudem variable Ausstiegsoptionen während der Laufzeit des Fonds zur Verfügung, sodass sie nicht auf die Endfälligkeit des Fonds warten müssen, wobei Rücknahmen bestimmten Beschränkungen unterliegen können.

Wenden wir uns den Managern auf Private Markets zu. Kommt diesen eine größerer



Bedeutung zu als auf öffentlichen Märkten?

Philipp Bunnenberg: Dazu braucht man nur auf die Streuung der Mangerrenditen zu schauen. Die hält sich auf öffentlichen Märkten in Grenzen, bei aktiv gemanagten Aktienfonds ist diese Streuung beispielsweise langfristig nicht allzu groß, auch weil Closet Indexing weit verbreitet ist. Auf den Private Markets ist das anders. Die Orientierung an einer Benchmark ist schwierig. Die Dispersion der Managerrenditen dort hat zum Teil eine enorme Range. Darin spiegelt sich einerseits die Heterogenität dieser Märkte im Hinblick auf Assetklasse, Region etc. wider. Andererseits kommt es beim Ergebnis wesentlich auf die Kompetenz der Manager an. Deshalb ist bei diesen Anlagen die Managerselektion so wichtig.

Gibt es für diese Mangerselektion systematische Kriterien, an denen sich ein Vermögensverwalter orientieren kann?

Philipp Bunnenberg: Die erste Daumenregel lautet: Ist der Manager schon lange auf dem Markt und hat er Erfahrung im institutionellen Bereich? Hat er in der Vergangenheit schon erfolgreich Fonds gemanagt? Wie sieht der Track Record aus? Hier muss dann eine eingehende Prüfung durchgeführt werden. Fondsanbieter mit zweitklassiger Reputation, ohne Erfahrung auf den Private Markets

und im Liquiditätsmanagement scheiden in einer professionellen Due Diligence schnell aus. Wir als Verband bieten institutionellen Investoren dafür Hilfe an. Das sind an Manager gerichtete Fragebögen zu Performance, Transparenz usw. Diese Prüfungen sind i.d.R. sehr aufwendig.

Wenn Gesellschaften keine Historie haben, kann das funktionieren, aber man sollte vorsichtig sein und fragen: Wer ist das Team im Hintergrund? Es ist dann Aufgabe von Privatbanken und Vermögensverwaltern, diese Prüfung gegebenenfalls mit Hilfe von Beratern gewissenhaft durchzuführen.

Zum Gesamtbild gehört auch, dass nicht alle Top-Manager für das Wealth Management- und Retail-Geschäft zur Verfügung stehen. Darüber hinaus können die Wartelisten für neue Investoren lang sein.

Was alle Anleger eint, Retail-Kunden wie große institutionelle Investoren, ist das Interesse an der Rendite. Renditen auf Private Markets sind aber mit denen auf den „klassischen“ Märkten schwer zu vergleichen. Wie soll damit ein Private-Banking-Kunde zurechtkommen?

Philipp Bunnenberg: Viele Anleger sind es gewohnt, dass ihre Gesamtrendite über einen bestimmten Zeitraum gemessen wird. Kapitalabrufe, Unterinvestitionszeiträume,

schwer zu kalkulierende Cashflows, unregelmäßige Marktbewertungen etc. machen es Vermögensverwaltern schwierig, komplexe Renditemaße den Endkunden verständlich zu vermitteln.

Eine Möglichkeit, dieses Problem etwas zu entschärfen, sind Produkte, die liquide Charakteristika haben, wie Evergreens. NAV-basierte Evergreen-Fonds können entsprechend gut mit traditionellen Anlagen mit einfachen Cashflow-Profilen (z.B. ETFs, Investmentfonds) verglichen werden. Das macht das Renditethema für Privatanleger etwas leichter genießbar.

Wie sieht es mit den Kosten aus?

Philipp Bunnenberg: Kosten sind ein wichtiger Punkt. Die Management Fee liegt i.d.R. zwischen 85 und 250 Basispunkten, hinzu kommt meistens eine Performance-Gebühr. Zusätzliche Kosten können für die zugrunde liegenden Wertpapiere und Anlagen entstehen. Wichtig ist eine hohe Transparenz für Anleger und Kundenberater. Der Vertrieb verlangt natürlich auch ein marktgerechtes Incentive.

Letzte Frage für eine vielleicht spekulative Antwort: Wo steht die Demokratisierung in 10 Jahren?

Philipp Bunnenberg: Wir stellen Fragen

dieser Art unseren Mitgliedern in repräsentativen Umfragen. Wer von euch legt schon ETLIFs auf? Wer plant dies für das Privatkunden-Segment? Nach unserer letzten Umfrage vom Spätsommer zu ELTIFs hatten 8 Prozent der Manager so ein Produkt für Privatanleger schon am Laufen, 28 Prozent hatten Pläne dafür in der Schublade. 36 Prozent der Befragten waren sich noch unklar darüber, ob sie auch Privatkunden ansprechen wollen. Eine Gruppe von 30 Prozent möchte auch weiterhin nur Institutionelle bedienen.

Die gleiche Umfrage haben wir für Evergreen-Strukturen durchgeführt. Bereits 47 Prozent der befragten Manager bieten Evergreens an, in der Regel für Institutionelle. Aber damit sammeln sie Erfahrungswerte, die man auch im Retailgeschäft nutzen kann. Der Trend geht auch hier weg vom geschlossenen Produkt, hin zu mehr Flexibilität, mehr Liquidität.

Das sind gute Signale, die erwarten lassen, dass wir in 5 oder 10 Jahren einen deutlich größeren Markt für Privatanleger haben. Wie groß der sein wird, das sollen andere prognostizieren. Der Ausblick jedenfalls ist derzeit positiv.

Herr Dr. Bunnenberg, wir danken Ihnen für dieses Gespräch



Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten in %			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungs-vermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2023	2022	2021	pro Jahr
KCD-Union Nachhaltig MIX	MF	A2AR3S	3/7	50	2 / 3	0,70	10,6	-15,5	3	1x
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen AI	AF	A12BPQ	3/7	50	2 / 3	1,19*	9,50	-15,50	18	1x
Raiffeisen-Nachhaltigkeit-Mix I A	MF	AT0000A1G2L0	3/7	50	3 / 3	0,83	8	-14,3	15	1x
Stiftungsfonds ESG Global S	MF	DK0LJZ	3/7	30	2 / 3	0,70	7	-14,6	14,3	1x
Flossbach von Storch Found. Growth SI	MF	A2QFWT	3/7	30	2 / 3	0,65	11,50	-10,47	14,54	1x
terrAssisi Stiftungsfonds AMI I	MF	A2DJT5	2/7	30	2 / 3	0,84	9,50	-12,69	5,05	1x
ACATIS Fair Value Modular Vermögensverwaltungsfonds Nr.1 S	MF	A0LHCK	4/7	30	2 / 3	0,70*	2,90	-16,53	20,3	1x
iShares Pfandbriefe UCITS ETF (DE)	PF ETF	263526	2/7	30	0 / 3	0,10	5,30	-13,22	-2,2	1x
Amundi Index MSCI Europe SRI PAB - UCITS ETF DR (D)	AF	LU2059756598	4/7	25	3 / 3	0,25	16,80	-15,62	26,9	1x
Horizon Global Property Equities Fund	IF	LU1963063232	4/7	25	1 / 3	1,32*	4,3	-21,9	38,8	ja
Morgan Stanley IF - Global Brands Equity Income Fund -IR-Anteilsklasse	AF	LU1378880097	4/7	25	0 / 3	1,09	9,40	-10,80	28,7	1x
XTRACKERS MSCI WORLD ESG ETF 1C ETF	AF ETF	IE00BZ02LR44	4/7	25	2 / 3	0,3	22,80	-16,70	37,5	
Bethmann Stiftungsfonds SI	MF	DWS2TB	2/7	25	3 / 3	0,80	7,40	-16,00	5,8	1x
FOS Rendite und Nachhaltigkeit	MF	DWS0XF	3/7	25	3 / 3	1,06*	7,80	-14,29	7,4	2x
Deka-Institutionell Stiftungen I	MF	DK2J6B	3/7	25	1 / 3	1,30	7,7	-9,3	4,9	1x
FAROS Listed Real Assets AMI A	AF	DE000A2PPHS7	4/7	25	0 / 3	1,27	-2,5	-13,5	10,5	
grundbesitz global IC	IF	DE000A0NCT95	2/7	25	0 / 3	3,09	-2,20	2,20	2,6	
HP&P Stiftungsfonds S	MF	A2QCXF	3/7	25	1 / 3	1,4	-0,2	-15,3		1x
Commerzbank Stiftungsfonds Rendite E	MF	A2PMS3	3/7	25	0 / 3	1,10	10,00	-12,50	8,2	2x
Kepler Ethik Mix ausgewogen	MF	A2PFV9	3/7	25	3 / 3	1,31	8,60	-14,72	3,7	1x



Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten in %			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungs-vermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2023	2022	2021	pro Jahr
Amundi INDEX FTSE EPRA NAREIT GLOBAL UCITS ETF DR (D)	IF ETF	A2H9Q1	4/7	25	0 / 3	0,26	6,90	-20,34	33,5	1x
Prisma Aktiv UI AK I	MF	A2H7NP	3/7	25	0 / 3	1,60*	3,9	-7,9	5,1	1x
FVM-Stiftungsfonds	MF	A2H5XR	3/7	25	0 / 3	1,10*	7,2	-10,1	6,8	1x
terrAssisi Aktien I AML	AF	A2DVTE	4/7	25	3 / 3	0,67	21,40	-15,17	36,1	1x
Bantleon Global Challenges Index-Fonds S	AF ETF	A2DL4N	4/7	25	3 / 3	0,80	21,10	-23,00	24,7	1x
Phaidros Funds - Balanced E	MF	A1W1QB	3/7	25	2 / 3	1,13*	17,80	-16,11	7,8	1x
EB - Sustainable Multi Asset Invest UI	MF	A1JU09	2/7	25	3 / 3	1,30	5,10	-6,28	6,8	1x
UBS ETF MSCI Eur. & Mid. East Soc. Respons.	AF ETF	A1JA1T	4/7	25	2 / 3	0,20	13,00	-16,00	21,2	1x
UBS-ETF MSCI World Socially Responsible	AF ETF	A1JA1R	4/7	25	2 / 3	0,20	24,90	-24,63	36,3	1x
CSR Ertrag Plus	MF	A1J306	4/7	25	2 / 3	0,58	8,3	-14,4	1,9	1x
Aachener Spar- und Stiftungs-Fonds	IF	A1H9HS	3/7	25	0 / 3	0,59	2,4	2,3	-2,9	1x
Fisch CB Global Opportunistic	WAF	A1H862	3/7	25	0 / 3	1,50*	3,90	-17,10	-5,5	1x
HSBC S&P 500 UCITS ETF	AF ETF	A1C19C	5/7	25	0 / 3	0,09	22,60	-14,40	40,7	1x
Invesco S&P 500 High Dividend Low Vola ETF	AF ETF	A14RHD	5/7	25	0 / 3	0,33	-2,40	6,30	36	1x
Vermögenspooling Fonds Nr. 2	MF	A14N9C	3/7	25	2 / 3	0,80	9,7	-12,1	6,8	1x
Vermögenspooling Fonds Nr. 1	MF	A14N9B	2/7	25	1 / 3	0,90	7,8	-12,1	5,5	1x
Kepler Ethik Mix IA	MF	A11875	2/7	25	3 / 3	0,72	7,5	-14	4	1x
Warburg Pax Substanz	MF	A0RHEV	2/7	25	3 / 3	0,80	7,50	-9,56	0,2	1x
Stiftungsfonds Westfalen A	MF	A0RA4R	3/7	25	0 / 3	1,00	10,70	-13,10	5,9	1x
Flossbach von Storch Foundation Def. SI	MF	A0M43S	3/7	25	1 / 3	0,59	7,80	-8,80	6,7	1x



Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten in %			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungs-vermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2023	2022	2021	pro Jahr
iShares DJ Eurozone Sustainability Sc.	AF ETF	A0F5UG	5/7	25	3 / 3	0,45	23,9	-13,6	24,2	1x
Allianz Stiftungsfonds Nachhaltigkeit P	MF	A0F417	2/7	25	2 / 3	0,98	5,7	-11,6	3,3	1x
B.A.U.M. Fair Future Fonds B	MF	A2JF71	4/7	25	3 / 3	0,80*	9,0	-23,6	15	1x
Merck Finck Stiftungsfonds UI	MF	848398	3/7	25	1 / 3	1,40	6,30	-17,30	6,8	1x
DWS Balance Portfolio E	MF DF	847130	3/7	25	1 / 3	1,20	7,6	-15,7	8,1	1x
Fonds für Stiftungen Invesco	MF	802356	3/7	25	2 / 3	1,60	7,30	-9,80	10,7	1x
Leading Cities Invest	IF	679182	3/7	25	0 / 3	3,61	-9,7	2,2	2,6	1x
Deka Stiftungen Balance	MF	589686	2/7	25	2 / 3	1,30	4,5	-7,7	4,3	4x
DWS ESG Stiftungsfonds LD	MF	531840	2/7	25	2 / 3	1,30	4,40	-12,60	6,7	1x
Bantleon Select - Bantleon Select Infrastructurec IA EUR Inc	AF	LU1989515447	4/7	20	1 / 3	1,20	9,20	-9,00	10,4	
LYXOR CORE EURO GOVERNMENT INFLATION-LINKED BOND (DR) UCITS ETF - DIST	RF	LU1650491795	3/7	20	0 / 3	1,00	5,4	-9,4	6,3	
BayernInvest Euro Covered Bond Fd InstAL	RF	LU1532479786	2/7	20	0 / 3	0,30	5,4	-12,9	-2,9	1x
DWS Invest Global Infrastructure LC	AF	LU0329760770	4/7	20	1 / 3	1,79	-2,50	-3,40	2,2	
Gutmann Global Dividends EUR A	AF	AT0000A0LXW3	4/7	20		1,80	3,40	1,46	25,9	
Smart & Fair-Fonds	MF	A2H7NX	3/7	20	3 / 3	0,50	9,30	-13,40	5,5	1x
BKC Treuhand Portfolio S	MF	A2H5XV	2/7	20	3 / 3	0,90	7,70	-10,70	5,1	1x
GLS Bank Klimafonds	MF	A2DTNB	3/7	20	3 / 3	0,80	5,20	-14,70	0,9	1x
ODDO BHF Algo Sustainable Leaders	AF	A0RG5Y	4/7	20	3 / 3	1,01	19,00	-21,30	27,42	1x
Amundi S&P Eurozone PAB Net Zero Ambition UCITS ETF Acc	AF	LU2195226068	4/7	15	2 / 3	0,2	22,1	-17,1	24,8	
RB LuxTopic Flex	AF	LU2185964876	4/7	15	2 / 3	2,62	9,7	-13,2	16,6	



Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten in %			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungs- vermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2023	2022	2021	pro Jahr
Lyxor Core Euro Government Inflation-linked Bonds ETF	RF ETF	LU1650491795	3/7	15	0 / 3	1,00	5,4	-9,4	6,30	1x
PIMCO GIS Global Bond ESG F Instit. EUR	RF	IE00BYXVX311	2/7	15	3 / 3	0,69	5,1	-13,6	-2,2	1x
SPDR Refinitiv Global Convertible Bond UCITS ETF (Dist)	WAF ETF	IE00BNH72088	3/7	15	0 / 3	0,70	10,50	-19,53	5,40	1x
Amundi MSCI Emerging Markets II UCITS ETF Dist	AF ETF	ETF019	4/7	15	0 / 3	0,14				1x
Deka-MultiFactor Global Corporates HY I	RF	DK0LLH	3/7	15	0 / 3	1,00	10,3	-10,5	2,7	1x
EB - Dividendenstrategie Klima Global I	AF	DE000A3C5CR8	4/7	15	2 / 3	1,2	5	-3	/	
Ethius Global Impact Inst EUR	AF	DE000A2QCX03	4/7	15		1,7	18,8	-22,8	/	
Amundi Wandelanleihen	WAF	DE0008484957	3/7	15	1 / 3	1,02	3,5	-12,9	5,3	0x
x-trackers II IBOXX GLOB. INFL.-L.	RF ETF	DBX0AL	3/7	15	0 / 3	0,30	1,70	-19,04	4,8	0x
SparkChange Physical Carbon EUA ETC	ETC	A3GSS6	6/7	15	3 / 3	0,89	-5,4	1,7		
The Digital Leaders Fund	AF	A2PB6M	5/7	15	0 / 3	1,5	15,30	-39,19	18,7	1x
EB - Sustainable Emerging Market Corporate Bond	RF	A2JF7T	2/7	15	2 / 3	1,20	5,00	-16,00	-2,66	1x
Bantleon Global Challenges EM Index-Fonds S	AF ETF	A2DL4N	4/7	15	3 / 3	0,8	21,1	-23	24,7	1x
Uninstitutional Gl. Convertibles Sustainable	WAF	A1W8J1	3/7	15	2 / 3	1,10*	7,4	-18,8	0,5	1x
Schroder ISF Frontier Markets Eq.	AF	A1W2D2	4/7	15	0 / 3	2,21*	21,4	-7,4	39,9	1x
Fortezza Finanz - Aktienwerk I	AF	A1T6TU	4/7	15	0 / 3	1,14*	15,20	-23,34	23,8	1x
Xtrackers Portfolio Income UE 1D	ETF MF	A1C1G8	3/7	15	0 / 3	0,81	8,4	-12,9	1,7	2x
Uninstitutional Global Corporate Bonds Sustainable	RF	A117X3	2/7	15	2 / 3	0,80	6,80	-14,69	-1,7	1x
Metzler European Smaller Companies Sustainability	AF	A0YAYL	5/7	15	2 / 3	1,20	12,10	-29,17	-0,9	1x
iShares Core Euro Corporate Bond	RF ETF	A0RGEP	2/7	15	0 / 3	0,20	7,50	-13,86	-1,15	1x



Bausteine

Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten in %			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungs- vermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2023	2022	2021	pro Jahr
JPMorgan Investment Funds - Global Income Fund X (div) - EUR	MF	A0RBX6	3/7	15	0 / 3	0,43	7,30	-13,10	10,1	
Rheinischer Kirchenfonds	MF	A0JKM9	2/7	15	2 / 3	0,80	7,1	-12,6	-0,20	1x
Partners Group Listed Invested Inv.	AF PE	A0B61A	5/7	15	0 / 3	1,70	36,30	-27,92	52,9	0x
NYLIM GF AUSBIL Global Essential Infrastructure	AF	LU2082382990	4/7	10	2 / 3	1,20	-1,50	-6,46	22,4	
Atlantis Japan Opportunities Fund	AF	IE00B5TB9J06	5/7	10	0 / 3	2,66	-3	-0,3	-0,1	0x
Europäischer Mittelstandsanleihen Fonds (I)	RF	A2PF0N	3/7	10	2 / 3	1,90	-10,1	-31,4	4,9	1x
Aramea Rendite Plus nachhaltig	RF	A2DTL8	2/7	10	2 / 3	1,20	8,20	-7,30	2,5	1x
AXA IM WAVE Cat Bonds Fund	RF	A2DKNT	2/7	10	0 / 3	1,21	13,60	-3,92	3,9	4x
Gamax Fund - Junior I	AF	A1JU6B	4/7	10	0 / 3	1,18*	15,10	-19,73		0x
Nordea-1 Emerging Stars Equity Fund	AF	A1JHTL	5/7	10	1 / 3	1,99	1,00	-24,00	-4,9	0x
OptoFlex Y	HF	A1J4Y1	3/7	10	0 / 3	0,38*	11,30	-5,93	8,2	1x
IIV Mikrofinanzfonds	RF	A1H44S	2/7	10	3 / 3	1,50	3,1	0,8	1,9	1x
Pictet - Robotics HI EUR	AF	A141RA	5/7	10	0 / 3	1,14	49,00	-30,46	28,5	1x
Acatis IFK Value Renten	RF	A0X758	3/7	10	0 / 3	1,10*	10,10	-12,75	1,9	1x
LBBW Global Warming	AF	A0KEYM	4/7	10	3 / 3	1,84	19,40	-21,22	35,6	1x
reconcept Green Energy Asset Bond II	Anleihe	A3MQQJ	5/7	5	3 / 3					
ART Transformer Equities I	AF	A2PB6Q	5/7	5	0 / 3	1,50*	45	-44,9	28	

Quelle: RenditeWerk 2022, Firmenangaben, Morningstar.de; *Zu den fixen Gebühren kommt eine Gewinnbeteiligung; ** RenditeWerk empfiehlt maximal diesen Anteil des Stiftungsvermögens in den Fonds zu investieren. Achtung: Mehr Beratungsbedarf; ***AF = Aktienfonds, ETF = Exchange Traded Fund; HF = Hedgefonds; IF = Immobilienfonds; PE = Private Equity; PF = Pfandbriefe; RF = Rentenfonds; WAF Wandelanleihenfonds; **** Bitte beachten Sie: Unsere Risikoschätzung berücksichtigt neben der Schwankungs- auch die Katastrophenanfälligkeit, deckt sich also nicht mit der in Fonds-Prospekten angegebenen KIID-Zahl.