

RenditeWerk

Zur Pflege des Stiftungsvermögens

03

Oktober 2024

Investieren in Privatmärkte

- ELTIF 2.0: Gespräch mit Dirk Holz
- Evergreen-Fonds

Kryptoassets: Was sind sie wirklich wert?

Inhalt 03 | 2024

04 ELTIF: Ein Volksvehikel?

Seit Januar wird der reformierte Regulierungsrahmen für ELTIFs umgesetzt. Wie hat der Markt bislang darauf reagiert?

09 „Für Stiftungen, die Real Assets ausprobieren wollen, sind Retail-ELTIFs sehr gut geeignet“

Gespräch mit Dirk Holz, Commerz Real, über die Umsetzung von ELTIF 2.0, die Aussichten für die nahe Zukunft und welche Stiftungen mit ELTIFs angesprochen werden.

12 Evergreen-Fonds: Zugang zum Alpha der Privatmärkte

Martina Schliemann, HarbourVest Frankfurt, über Evergreen-Fonds als Türöffner zu Private-Markets-Investitionen und die Chancen hinsichtlich Performance und Diversifizierung.

16 Jahre Eyb & Wallwitz: Zwischen Ratio, Emotion und Innovation

Dr. Georg von Wallwitz und Dr. Ernst Konrad im Gespräch über rationale und emotionale Börsen und woran sich Anleger im neuen Zinsumfeld orientieren sollten.

18 Kryptorätsel für Anleger: Wer kennt die Lösung?

Miner von Bitcoin müssen ein Rätsel lösen. Auch Anleger stehen angesichts der Preisbewegungen in der Kryptoassetwelt vor einem Rätsel. Es lautet: Was sind Kryptos wirklich wert?

22 Bausteine des Stiftungsvermögens

Stiftungsgeeignete Fonds

Guten Tag,

die Pflege des Stiftungsvermögens ist kein Selbstläufer. Man sagt zwar, Kapital vermehrt „sich“, aber ganz so selbstreferentiell oder autopoietisch, wie es das „sich“ suggeriert, erfolgt eine Vermehrung des Vermögens dann doch nicht. Zwischen dem Kapital von heute und dem Kapital von morgen vermitteln Investmentprozesse, die keine Wachstums-Garantie beinhalten. Den Part der „Autopoiesis“ überlassen wir daher lieber den Schriften des letzten Universalinterpreten der modernen Weltgesellschaft Niklas Luhmann.



Ihr Elmar Peine

MonatsStiftung

Stiftung der Sparkasse Bielefeld,

die den „Bielefelder Wissenschaftspreis“ zu Ehren des Systemtheoretikers Niklas Luhmann ermöglicht. Am 9. Dezember 2024 wird der Preis dem Philosophen und Hegelspezialisten Robert B. Pippin überreicht.

Link Bielefelder Wissenschaftspreis

Weitere Informationen >>



Impressum

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

Mehr Kraft für Ihr Portfolio.

Systematisch in Infrastruktur investieren – mit der Dachfondslösung der Deka.

Infrastruktur ist ein Booster für die Wirtschaft – und sie bringt mehr Kraft in institutionelle Portfolios: Unser wettbewerbsfähiges Team kombiniert etablierte Geschäftsmodelle aus erneuerbaren Energien, Telekommunikation, Transport, Versorgung und sozialer Infrastruktur, damit Sie alternative Renditequellen heben und auch konjunkturelle Schwankungen und Inflationsphasen stemmen können.

Überlegen. Investieren.

Deka
Institutionell



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

Diese Unterlage/Inhalte wurden zu Werbezwecken erstellt. Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Deka Investmentfonds sind die jeweiligen Basisinformationsblätter, die jeweiligen Verkaufsprospekte und die jeweiligen Berichte, die Sie in deutscher Sprache bei Ihrer Sparkasse oder der DekaBank Deutsche Girozentrale, 60625 Frankfurt und unter deka.de erhalten. Bitte lesen Sie diese, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Weiterführende Informationen unter deka-institutionell.de



ELTIF: Ein Volksvehikel?

Oder ist diese Überschrift zu antiquiert? Das Vehikel selber ist es jedenfalls nicht – ganz im Gegenteil.

Im 17ten oder 18ten Jahrhundert war die Grand Tour durch Europa noch den Söhnen des Adels vorbehalten. Gegen Ende des 20ten Jahrhunderts war aus dieser Keimzelle des Tourismus bereits ein klassenloses Phänomen geworden: Billigflüge und standardisierte Reise-Infrastrukturen machten die Reise in die weite Welt hinaus auch für subelitäre Schichten obligatorisch. Die Wenigen mit großem Vermögen waren vorangegangen, die Vielen mit kleinem Vermögen hatten nachgezogen. Ein Trickle-down-Effekt, wie er im Buche steht auch in vielen anderen Bereichen moderner, dynamischer Gesellschaften, beispielsweise bei der Geldanlage.

In breiten Bevölkerungsschichten wurde das lange autokratisch herrschende Sparsbuch in den letzten Jahrzehnten zunehmend durch Fonds in Schach gehalten oder ganz entmachtet: War die weite Welt der Geldanlage zunächst Privileg der Reichen und Institutionellen, konnten nun – ähnlich wie in der Tourismus-Branche – auch weniger Betuchte das Anlageuniversum bereisen. Allerdings mit Reichweitengrenzen, die durch Vermögensdifferenzen markiert sind. Denn das Kleinanleger-Universum war und ist



immer noch die meist fondsvermittelte Welt der Aktien, Anleihen und Immobilien. Jenseits davon wuchsen jedoch neue Anlageklassen heran, deren Werte nicht an regulierten Börsen

gehandelt werden, wie: Private Equity, Private Debt, Hedge Funds, Infrastructure. Dieser Weltausschnitt der alternativen Anlagen ist bislang Domäne der Vollprofis und Vermögenden

ELTIFs sollen nach dem Willen der Europäischen Kommission u.a. helfen, die Energie- und Digitalinfrastruktur im EWR aus- bzw. umzubauen. Das Bild zeigt Server im Datencenter des CERN, das sowohl Teil der Digital- wie auch der Energieinfrastruktur ist. Das CERN soll im Normalbetrieb etwa die Hälfte der Energie von Genf benötigen. Diese Hochenergie-Beschleuniger-„Fabrik“ ist Avantgarde beim Vordringen in die kleinsten Raum- und Materiestrukturen. Raumeroberung dieser Art war auch Voraussetzung für die Miniaturisierung der Schaltvorgänge bei der Informationsverarbeitung, was außer Raum auch Zeit und Energie pro Bauteil bzw. Schalttakt massiv reduzierte. Das wiederum war Voraussetzung für die Wellen expansiver IT-Revolutionen, deren Hardware nun aber aggregiert ihrerseits immense Gesamtenergien „verbraucht“ bzw. in Wärme verwandelt. Auch hier scheint im Rückkopplungskreis von Informations- und Energieinfrastruktur eine Art von Jevons Paradox zu gelten: Energieeinsparung führt zu höherem Energieverbrauch.

geblieben. Er galt in der breiten Öffentlichkeit jedoch auch lange als jener verworfene Ort, an dem die Dämonen der Profit-Profis hausten. Dem Fremdausschluss korrespondierte



der Selbstausschluss der Kleinanleger, deren Gelder erst in aggregierter Form Macht entfalten. Das erweckte irgendwann die Aufmerksamkeit von EU-Institutionen. Ihr Interesse an der Retail-Klasse begründeten sie damit, dass europaweit immense Gelder für Investitionen in digitale und energetische Infrastrukturen sowie andere langfristige Projekte erforderlich seien. Dabei könne man auf das Potential der Retail-Investoren nicht verzichten. Es startete die erste Phase eines Produktentwicklungsprozesses, an dessen Ende der European Long-Term Investment Fund (ELTIF) der Version 1.0 stand. Seit Dezember 2015 wurde in diesem Rahmen der Versuch unternommen, die bisher geschlossene Gesellschaft der Institutionellen und Vermögenden auch für Kleinanleger zu öffnen. Ob der ELTIF irgendwann zum „Volksvehikel“ wird, bleibt allerdings abzuwarten. Es handelt sich um ein evolutionsberechtigtes Projekt: nach den Erfahrungen mit der Version 1.0 und einer Reflexionsperiode wird seit Januar 2024 Version 2.0 umgesetzt. Das neue Rahmenwerk nahm allzu einengende Regulierungen und Mindestbedingungen zurück. Die Flexibilisierungen sollen den Asset Managern mehr Spielräume gewähren und die Höhe der verbleibenden Hürden der Vermögensgröße und dem Kenntnisumfang von Retail-Kunden anpassen. Man erwartet daher Wachstum sowohl beim Produktangebot wie auf der Nachfrageseite. Der Markt sollte entsprechend expandieren.

Jüngste Marktentwicklung

Die umfassendste einschlägige Markt-Studie für den deutschsprachigen Raum erstellt seit einigen Jahren regelmäßig Scope. In der jüngsten Studie vom Mai 2024 analysierte das Ratinghaus den ELTIF-Markt 2023 und präsentierte Ergebnisse einer im Frühjahr 2024 durchgeführten Umfrage unter 34 Asset Managern.

Zwar würden, so die Scope-Studie, viele Fondsanbieter durchaus hohe Erwartungen an ELTIFs knüpfen, aber es gebe auch etliche

bremsende Kräfte. Ein entscheidender Faktor des Erfolgs seien laut Scope-Umfrage die Private-Banking-Abteilungen der großen Banken und Vertriebe; sie müssten die Möglichkeiten der Variante 2.0 den breiteren Kundensegmenten nahebringen und nicht nur einer kleinen Anlegerelite. Bisher hätten sich aber hier das geringe Produktangebot und bescheidene Fondsvolumina als Hemmschuhe erwiesen. Scope identifiziert als Wachstumsbremse zudem den Beratungsaufwand, der deshalb sehr

hoch sei, weil viele Retail-Anleger mit den intern sehr heterogenen und von den Öffentlichen in vielem sich unterscheidenden Privaten Märkten, mit den hier üblichen Abläufen und mit den Ertragscharakteristika bzw. Risiken noch nicht vertraut seien.

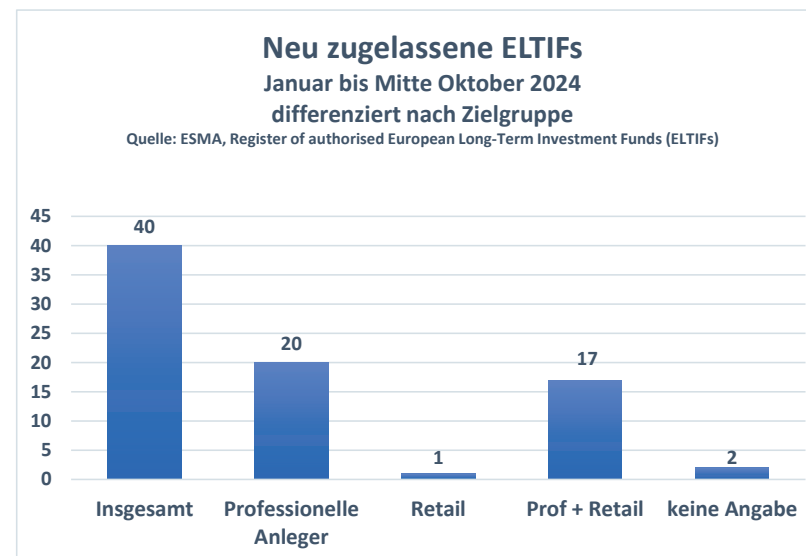
Wie entwickelte sich der ELTIF-Markt in jüngster Zeit?

Scope zählte für 2023 im Euro-Raum 95 ELTIFs von 41 unterschiedlichen Asset Managern; im Laufe des Jahres seien 20 neue ELTIFs lanciert wurden.

Einen ganz aktuellen Markt-Überblick bietet das online zugängliche „[Register of authorised European long-term investment funds \(ELTIFs\)](#)“, eine Excel-Tabelle der europäischen Regulierungsbehörde ESMA, in der die zugelassenen ELTIFs verzeichnet sind. Stand Mitte Oktober 2024 verzeichnet die Liste 124 zugelassene ELTIFs, wovon 51 in Deutschland vermarktet werden.

Zwischen Januar (d.h. ab 10. Januar) und Mitte Oktober 2024 wurden 40 ELTIFs zugelassen, davon werden 14 auch in Deutschland vermarktet. Das ist also schon nach 9 Monaten das Doppelte der Zulassungen von 2023, allerdings verharrten wohl etliche ELTIFs längere Zeit in den Startblöcken bis zum Startschuss für das Regime 2.0.

Die ESMA differenziert in ihrer Excel-Tabelle ELTIFs nach drei Investoren-Kategorien: Institutionelle bzw. professionelle Anleger (Prof),





Nichtprofessionelle Anleger / Kleinanleger (Retail) und Prof- und Retail-Anleger gemeinsam.

Für nicht alle, aber für die weitaus meisten ELTIFs liegt diese Information vor. Gemäß ES-MA-Liste sind 50 ELTIFs nur für Prof-Anleger gedacht, 17 nur für Retail-Investoren und 50 sowohl für Retail und Prof.

ELTIFs bis 2019 waren überwiegend für Prof-Investoren konzipiert, 2020 und 2021 überwogen die Retail- sowie die Retail+Prof-Variante, 2022 bis Frühjahr 2024 dominierte die Kombination Retail+Prof, danach lagen klar die Prof-Investoren vorne. Denn unter den 40 ELTIFs, die zwischen 10. Januar und Mitte Oktober zugelassen worden sind, waren 20 für Prof, 17 für Retail+Prof (die vor allem im Januar, Februar und März an den Start gingen), 1 für Retail und bei 2 fehlt die Angabe.

Das heißt erstens, dass ELTIFs, mit deren Start man auf das seit 10. Januar angewandte ELTIF 2.0-Regime gewartet hatte, für Retail+Prof konzipiert waren. Zweitens sind aber seit April ELTIFs überwiegend nur für Prof-Investoren aufgelegt worden. Man müsste sich das natürlich genauer anschauen, aber auf den ersten Blick spricht das nicht dafür, dass die Bemühungen der EU-Institutionen, diese Vehikel für Retail- bzw. Kleinanleger zu öffnen, in diesem Jahr wirklich gefruchtet haben – sondern eher für das Gegenteil, d.h. für eine gewisse Konzentration auf das herkömmliche Zielpublikum aus der „geschlossenen Gesellschaft“.

Retail-Schwellen

Dirk Holz, der als Vorsitzender der Geschäftsführung und Chef des Portfoliomanagements bei Commerz Real auch mit dem hauseigenen ELTIF Klimavest befasst ist, sagte uns im Gespräch, dass selbst im Retail-freundlichen Klimavest die durchschnittliche Anlagesumme weit über dem für Kleinanleger typischen Betrag liege (siehe Interview mit Dirk Holz in dieser Ausgabe). Das war bisher unter ELTIF 1.0 auch regulatorisch bedingt, weil die Mindestanlagesumme 10.000 Euro betrug. Die ist jetzt weggefallen. In Verbindung mit Vorgaben für die Diversifikation, die auch gelockert worden sind, konnten die regulatorischen Auflagen nur erfüllt werden bei einem Geldvermögen ab 100.000 Euro aufwärts. Nicht jeder Kleinanleger kann so viel Geld in Finanzinstrumente stecken.

Auch andere Kenner der Szene gehen davon aus, dass ELTIFs zunächst weiterhin vor allem in den oberen Lagen der Vermögenspyramide Investoren suchen und finden werden: im Private-Banking- und im semi-institutionellen Bereich oder auch noch im gehobenen Privatkunden-Bereich, während offen bleibt, ob überhaupt oder ab wann das Segment der typischen Kleinanleger in größerem Umfang „beigemischt“ wird.

Dirk Holz machte in unserem Gespräch auch deutlich, dass etliche gravierende Unterschiede zwischen Institutionellen Investoren, die in geschlossenen Fonds sozialisiert worden sind,

und Kleinanlegern bestehen. Das fängt bei den Kenntnissen in diesen schwer zu durchschauenden Märkten an, betrifft die Verschiedenheit der Investitionsprozesse und wirkt sich nicht zuletzt in unterschiedlichen Renditevorstellungen aus. Retailkunden sind zudem – anders als Institutionelle – an ausreichender Liquidität bei Anlagen in einem an sich illiquiden Segment interessiert, sie möchten gerne einsteigen und vor allem aussteigen, wann sie es für richtig erachten. Weil also zwischen Prof- und Retail-Anlegern viele fundamentale Differenzen bestehen, dürfte die Kombination Prof / Retail in einem ELTIF eine erhebliche Herausforderung darstellen.

Einige Unterschiede und Vergleichsprobleme

Was ermöglicht einen langfristigen Erfolg des ELTIFs? Die einfachste und am weitesten verbreitete Antwort heißt: eine langfristig gute Performance. Hohe erwartete Renditen beflügeln die Phantasie meist deutlich mehr als die korrespondierenden Risiken. Aber das Risiko muss eben auch passen – zur Rendite – d.h. hier wären risikoadjustierte Renditen zu betrachten – wie selbstverständlich zu den Risikopräferenzen des Investors. Das gilt für ELTIFs wie für jedes andere Anlagevehikel.

Allerdings beginnen hier auch schon mögliche Schwierigkeiten, die gleichfalls aus Differenzen zu öffentlichen Märkten resultieren.

Die Angabe der Renditehöhe von Investitionen auf Privatmärkten können oftmals nicht unbesehen mit Renditen gleicher Höhe auf öffentlichen Märkten gleichgesetzt werden. Das zeigen insbesondere Studien zu Investments in Private Equity (hierzu ein Studienüberblick im Private Banker: [Welt der Beteiligungen](#)).

Demzufolge gilt bei Investments in Private Equity häufig ein etwas esoterisch anmutender Lehrsatz 1, der beispielsweise besagt: „10 Prozent sind nicht gleich 10 Prozent“. Der Grund ist, dass die Methoden der Renditeberechnung auf typischen illiquiden Märkten sachlich bedingt andere sind als auf öffentlichen Märkten. Um aus Lehrsatz 1 den gewöhnlichen tautologischen Lehrsatz 2 „7 Prozent sind gleich 7 Prozent“ zu machen, berechnen Finanzwissenschaftler gerne die Privatmarkt-Renditen in Form eines Öffentlichen-Markt-Äquivalents; dabei wird z.B. ein geeigneter Aktienmarkt als Benchmark gewählt und die Privatmarkt-Rendite in diesem Referenzsystem ausgedrückt. Wenn sich dann für ein Private-Equity-Investment 7 Prozent ergeben, dann entspricht das, so die Idee, gleich 7 Prozent auf öffentlichen Märkten. Schaut man nun wieder auf die für illiquide Assets spezifische Berechnungsmethode, dann kann sich daraus ein in der Schule nicht gelehrter Satz 3 ergeben, nämlich: 10 Prozent sind gleich 7 Prozent. Das wäre der Fall, wenn man in unserem Private-Equity-Beispiel mit der branchentypischen Berechnungsmethode auf



10 Prozent Rendite käme, während die Äquivalenz-Rendite in Begriffen eines öffentlichen Marktes nur 7 Prozent betrüge.

Das Problem stellt sich auch beim Risiko, da es sich hier – egal wie man Risiko definiert – um Rendite-Veränderungen im Zeitverlauf handelt. So wird kritisch darauf hingewiesen, dass die üblichen Risikomaße für liquide Assets, wie etwa die Volatilitäten, die Risiken auf illiquiden Märkten nur unvollständig erfassen und daher das „wahre“ Risiko eher unterschätzen. Häufig werden daher andere Maße und Verfahren verwendet, um Risiken adäquat abzuschätzen.

Ein weiterer Unterschied betrifft die Chancen und Risiken des Asset Managements. Öffentliche Märkte sind meist relativ informationseffizient, das gilt insbesondere für die wissenschaftlich am intensivsten und permanent durchleuchteten US-Aktienmärkte. Wer hier anlegt, kann kaum auf dauerhafte Informationsvorteile setzen. Privatmärkte sind in der Regel deutlich intransparenter und schwerer zu durchschauen und somit sehr viel weniger informationseffizient. Das mit dem beschränkten Durchblick gilt übrigens auch für Finanzwissenschaftler, die statistisch geeignete öffentliche Informationen (also massenhaft vorliegenden Daten) verarbeiten und damit ihrerseits wieder (ver)öffentlich(t) e Informationen produzieren – wäre es anders, wäre der Markt effizient. Das ist aber äußerst reizvoll für die „Kunst“ der Geldanlage und das ideale Aktionsfeld eines aktiven Managements,

das auf die Ausbeutung von spezifischen Informations- und Wissensvorsprüngen im Verhältnis zu anderen Asset Managern abzielt. Und das gelingt auf Privatmärkten Studien zufolge einem Teil der Manager durchaus sehr gut. Ebenso wie es einem Teil ziemlich misslingt. Daraus resultiert, dass auf Privatmärkten große Ertragsunterschiede einzelner Manager zu beobachten sind. Und deshalb ist es wichtig, solche Manager zu identifizieren.

Zugleich ergeben sich, und das ist ein weiterer Unterschied, für Privatmärkte-Fonds in der Regel höhere Kosten, die in manchen Subkategorien, wie Private Equity oder Private Debt, auch aufgrund der Kostenstruktur deutlich über dem von öffentlichen Märkten her Gewohnten liegen. Deshalb sollte man sich auch die Kosten und ihre Komponenten genauer anschauen.

Schluss

ELTIFs verpacken Investitionen in illiquide private Assets in Formen, die sie auch für „Kleinanleger“ zugänglich und attraktiv machen sollen. Man wird sehen, wie diese Zielgruppe in den nächsten Jahren auf diese Angebote reagiert.

Stiftungen sollten sich diese Produktklasse unseres Erachtens in jedem Fall näher anschauen und nach Angeboten Ausschau halten, die in einem ersten Auswahlprozess ihren Risiko-, Rendite oder auch Nachhaltigkeitspräferenzen entsprechen. Es sollte auch klar sein, dass gerade Anleger, die bisher an öffentliche Märkte

gewöhnt sind, die vorhandenen Beratungs- und Informationsmöglichkeiten auch aktiv wahrnehmen sollten. Denn zum einen bestehen, wie angedeutet wurde, grundlegende Unterschiede zwischen privaten und öffentlichen Märkten. Zum anderen gibt es auf den Privatmärkten eine große Bandbreite von Asset-Arten und -Unterarten. Die generalisierende Rede von „Private Markets“ verführt dazu, beim Blick von außen auf die Black Box die starke interne Heterogenität zu unterschätzen. Die Geldanlage in der Black Box erfordert zwar auch bei einer relativ benutzerfreundlichen Oberfläche von retailgeeigneten ELTIFs eine gewisse Einarbeitung. Aber die kann sich lohnen.

Finanzausschreibung.de

Den besten Verwalter
für das Stiftungsvermögen finden.
Ohne zu suchen.



DIE FÜHRENDE PLATTFORM FÜR FINANZAUSSCHREIBUNGEN:

- TRANSPARENT
- FAIR
- INTERESSENKONFLIKTFREI
- KOSTENLOS
- UNVERBINDLICH



„Für Stiftungen, die Real Assets ausprobieren wollen, sind Retail-ELTIFs sehr gut geeignet“

RenditeWerk sprach mit Dirk Holz über den European Long Term Investment Fonds (ELTIF) vor und nach der jüngsten Reform. Dirk Holz ist Vorsitzender der Geschäftsführung der Commerz Real und als Leiter Portfoliomanagement auch mit dem Klimavest, einem der ältesten und größten in Deutschland vertriebenen ELTIFs befasst. Wir wollten von Dirk Holz wissen, ob der seit Januar 2024 umgesetzte Rahmen 2.0 ELTIFs dem erklärten Ziel näherbringt, Anleger, und das heißt auch Stiftungen, mit kleinerem und mittlerem Vermögen an Privatmarkt-Investitionen heranzuführen.

RenditeWerk: Herr Holz, weshalb gibt es ELTIFs?

Dirk Holz: Bis zur Einführung von ELTIFs im Jahr 2015 war es in Europa für Kleinanleger sehr schwer, in Private Fonds zu investieren – von Immobilienfonds abgesehen. Private Assets blieben weitgehend Institutionellen und sehr vermögenden Anlegern vorbehalten. ELTIFs sollten auf europäischer Ebene diese Anlageklassen auch Retail-Investoren zugänglich machen. ELTIFs waren zunächst jedoch zu stark reguliert und limitiert, als dass daraus eine Erfolgsgeschichte hätte werden können. Von den wenigen – vielleicht 75 bis 80 – ELTIFs waren die meisten auf institutionelle Investoren zugeschnitten, nur wenige waren für Kleinanleger konzipiert, darunter auch der Klimavest. Allerdings beträgt auch bei uns das durchschnittliche Anlagevolumen ca. 50.000 Euro, das ist deutlich über einem typischen Kleinanleger-Betrag.



Dirk Holz ist Vorsitzender der Geschäftsführung der Commerz Real Funds Management in Luxemburg.

Die Europäische Kommission wollte ursprünglich gemischte ELTIFs für Retail-Kunden und Professionelle Anleger. Das hat sich aber unter dem

Regime ELTIF 1.0 nicht wirklich durchgesetzt und wird wahrscheinlich auch in Zukunft unter dem neuen Regime ELTIF 2.0 nicht im Markt angeboten.

RW: Was sind aus Ihrer Sicht die wichtigsten Veränderungen im ELTIF-2.0-Regime? Vielleicht zunächst für die Anleger.

Dirk Holz: Die Veränderungsliste ist lang, ich beschränke mich daher auf einige großen Themen, die das ELTIF-Produkt wettbewerbsfähiger machen und einen gewissen Freiraum für die Asset-Manager schaffen sollen.

Bisher waren für Anleger 10.000 Euro als Mindestanlage erforderlich, das fällt nun weg. Theoretisch könnte man jetzt auch nur einen Euro investieren. Das hängt zukünftig aber von den Vertriebspartnern ab. ELTIFs sind beratungintensiv, deshalb wird es wahrscheinlich eine Mindestgröße geben, vermutlich im vierstelligen Bereich, vielleicht 2.500 bis 5.000 Euro als Beispiel.

Aufgehoben wurde auch die Diversifikationsvorgabe für Kleinanleger. Um die regulatorischen Anforderungen zu erfüllen, war unter ELTIF 1.0 ein Mindestanlagevermögen von



100.000 Euro erforderlich. Das ist eine Schwelle, über die viele Retail-Anleger nicht kommen. Unsere Vertriebspartner, wie etwa die Commerzbank oder verschiedene Sparkassen, sprachen häufig nur Investoren mit mindestens 250.000 Euro Anlagevolumen an.

RW: Was hat sich auf Fondsseite verändert?

Dirk Holz: Von nun an sind auch Dachfonds möglich, die waren unter dem ELTIF-1.0-Regime nicht vorgesehen.

Fremdkapital war bisher auf 30 Prozent gedeckelt, da kann man nun auf bis zu 50 Prozent hochgehen.

Ein wichtiger Punkt ist die Lockerung der Asset-Anbindung. Ein ELTIF konnte nur maximal 10 Prozent des Fondsvermögens in ein einzelnes Vermögensobjekt investieren, pro Sachwert galt ein Mindestvolumen von 10 Mio. Euro. Das wurde alles ein bisschen gelockert, jetzt kann man auf 20 Prozent hochgehen. Da muss man aber auch schauen, welche Real-Asset-Sparten der ELTIF im Fokus hat.

Im Infrastrukturbereich, der für uns relevant ist, sind die Investments mit 50 bis 500 Mio. Euro relativ groß, wenn Sie an Offshore-Parks denken, geht es in die Milliarden. Das sind Riesenbeträge, die man mit dem relativ engen ELTIF-1.0-Korsett kaum investieren konnte, weil man auf die Diversifikation kommen musste. Wenn Sie 500 Mio. haben, ist das schwierig, bei Größen wie bei uns, mit 1,4 Milliarden, ist das einfacher.

RW: Wie ist der Stand der Umsetzung der ELTIF-2.0-Reform?

Dirk Holz: Ursprünglich bestand die Absicht, europaweit ein standardisiertes Produkt aufzulegen. So weit ist es dann nicht gekommen, man konnte sich auf europäischer Ebene auf solche Standards nicht einigen. Das wäre aber aus Investorensicht wichtig, um ELTIFs transparenter und besser vergleichbar zu machen.

Auch waren wichtige regulatorische Fragen lange nicht vollständig geklärt, so etwa die technischen Regulierungsstandards im Hinblick auf Mindesthaltefrist und Kündigungsfrist. Man gibt derzeit dem Assetmanagement die Möglichkeit, je nach Liquiditätsmanagement die Haltefrist und die Kündigungsfrist selber zu wählen.

Der Klimavest, der unter ELTIF 1.0 gestartet ist, ist in dieser Hinsicht sowieso sehr flexibel: Anleger können täglich in den Fonds einsteigen, und bei einem Anlagevermögen von unter einer halben Million Euro auch täglich aussteigen.

Die Übergangsfrist zur Umstellung auf ELTIF 2.0 läuft bis Januar 2029, erst dann ist das neue Regulierungsregime bindend.



RW: Kommen wir zu Stiftungen. Nehmen diese – ich denke hier insbesondere an die vielen kleineren Stiftungen – bereits das ELTIF-Angebot wahr?

Dirk Holz: Es kommt entscheidend darauf an, ob Stiftungen mit Real-Asset-Investments vertraut sind oder nicht. Verfügen sie bereits über Erfahrung und Expertise, dann nutzen Stiftungen

geschlossene Fonds, die speziell für eine Assetklasse aufgelegt sind: also z.B. nur für Immobilien oder nur für Infrastruktur. Stiftungen schließen sich dann zusammen mit professionellen Investoren. Die Diversifikation erfolgt über vielleicht 10 verschiedene Fonds und nicht über

ein intern diversifiziertes Produkt. Für solche Stiftungen kommen ELTIFs kaum in Frage. In geschlossenen Profianleger-Gruppen laufen die Investitions-Prozesse auch ganz anders ab als bei ELTIFs, zudem sind die Renditeerwartungen deutlich höher. Anders sieht es aus, wenn Stiftungen noch keine Erfahrung mit Real Assets haben oder das Anlagevolumen gering ist. Für Stiftungen, die Real Assets ausprobieren wollen, sind Retail-ELTIFs sehr gut geeignet. Für diese Anlegergruppe ist der Klima-

vest ebenfalls konzipiert: er ist relativ breit aufgestellt, der Wert wird täglich festgestellt und es besteht laufend die Möglichkeit, aus dem Fonds ein- und auszustiegen.

RW: Das heißt, der Klimavest ist als Einstiegsprodukt für Stiftungen geeignet? Sind solche Retail-ELTIFs auch beratungsintensiver?

Dirk Holz: Der Klimainvest eignet sich definitiv für Stiftungen, die Erfahrungswerte sammeln wollen. Anleger erhalten von uns ein umfassendes Reporting, wir stellen zudem auf der Homepage eine große Menge an Informationen zur Verfügung, um das Produkt möglichst transparent und verständlich zu machen. Bei ELTIFs für Retailkunden besteht die Beratung im klassischen Aufklärungs-Gespräch, das man unterschreiben muss. Das kann bei ELTIFs aufwendiger sein, aber möglicherweise ist das in Zukunft auch digital zu bewerkstelligen.

RW: Sind Anbieter, die bisher das Segment der Institutionellen bedienten, auch bei Auflage eines ELTIFs im Vorteil?

Dirk Holz: Nicht zwingend. Auch für den institutionellen Bereich stellen Retail-ELTIFs eine Herausforderung dar. Denn für Profis sind Transparenzanforderungen, Auskünfte für Berater und Anfragen von Kleininvestoren neu, das müssen sie erst lernen.

Für andere ELTIF-Anbieter dürfte es ein Problem sein, genügend Kapital einzusammeln und



das dann auch vernünftig einzusetzen. Hier sind die Großen im Vorteil. Die führenden US-Häuser haben ganz andere Möglichkeiten zu investieren. Das Volumen macht, wie ich eben schon sagte, etwa im Hinblick auf die Diversifikation einen entscheidenden Unterschied.

Schließlich sind Skaleneffekte sehr wichtig: Der Arbeitsaufwand für das Management bei einem 5-Mio.-Investment ist ähnlich groß wie bei einem 200-Mio.-Investment. Da haben kleine Fonds klare Nachteile. Es wird in Zukunft vermutlich auch erfolgreiche ELTIF-Boutiquen geben, das kann schon funktionieren. Aber man kann grob sagen, dass die Mindestgröße des Fondsvolumens bei 500 bis 750 Mio. Euro liegen sollte, alles darunter wird schwierig.

RW: An Privatmärkten kommt es für den Anlageerfolg entscheidend auf die Asset Manager an. Wie sieht es bei ELTIFs aus?

Dirk Holz: Da ELTIFs nicht vollkommen standardisiert sind, muss man sich als Investor schon die Zeit nehmen, sich das Produkt genau anzuschauen: Um was geht es hier überhaupt, was machen die Asset Manager, sind sie aktiv oder passiv orientiert, welche Renditen und Risiken streben sie an, wie sind die Kündigungsfristen? Das ist elementar wichtig, weil davon der Mehrwert abhängt.

Bei uns im Klimavest verfolgen wir einen globalen Managementansatz. Wir machen das Asset Management vollständig intern, auf Ertrags- und

Kostenseite. Es gibt andere Ansätze, da kauft das Asset Management Anteile von Windparks, die man dann anderen Managern überlässt. Wir managen den Park hingegen vollständig selber.

RW: Privatmärkte versprechen oftmals relativ hohe Renditen. Die werden in der Regel anders ermittelt als Erträge an öffentlichen Märkten, eine Gleichsetzung ist problematisch. Wie ist das bei Ihnen?

Dirk Holz: Ja, auf Privatmärkten, etwa Private Equity, werden bei Verwendung des internen Zinsfußes Renditen von 8 bis 12 Prozent p.a. über 10 bis 12 Jahre angestrebt. Wir verwenden eine klassische BVI-Methode, womit sich die Performance relativ gut erfassen lässt. Wir bewerten die Assets quartärllich und versuchen das möglichst transparent abzubilden. Für uns liegt der langfristig-nachhaltige Zielkorridor der Rendite bei 4 bis 4,5 Prozent p.a. Allerdings sind die Benchmarks für Investoren beim Klimavest eher Termingelder, nicht Private Equity.

Bei der Beurteilung der Rendite muss man auch sehen, dass wir wertverzehrende Assets halten. Ein Solarfeld hat eine Laufzeit von 30 bis 40 Jahren, das Land muss gepachtet werden, nach Laufzeit-Ende müssen die Anlagen rückgebaut werden. Dann ist das Investment nichts mehr wert.

Und schließlich erfordern die Ausstiegsmöglichkeiten für Retail-Investoren ein aufwendiges Liquiditätsmanagement, was die Rendite schmälert.

RW: Der Klimavest hat den geringsten Risikograd von 7 möglichen, nämlich 1. Unterschätzen Sie das Risiko, oder wie kommt dieser Wert zustande?

Dirk Holz: Darauf gibt es eine ganz einfache Antwort: Strompreise sind an langfristige Lieferverträge gebunden. In Deutschland ist die Basis das EEG, in Frankreich erhält man einen staatlich vereinbarten Preis, und auch in anderen Ländern haben wir Abnahmeverträge – idealerweise mit Direktabnehmern, etwa einem Datenzentrum-Betreiber – mit Laufzeiten von bis zu 20 Jahren. Wir halten zwar auch Assets mit flexibleren Preisen, aber auch hier sichern wir das Portfolio langfristig ab. Bei uns ist zudem wenig Fremdkapital drin, so dass Zinsvolatilitäten nicht bedeutsam sind. Und wir haben viele Bestands-Assets, also Objekte, die nicht entwickelt werden müssen, und daher nicht den Risiken etwa von Verzögerungen bei Baugenehmigungen oder den Friktionen von Planungsprozessen ausgesetzt sind. Das führt insgesamt zu einem geringen Risiko.

Die Risiko-Klassifizierung ist jedoch nicht fix, sie wird jedes Jahr neu berechnet. Da wir den Fonds in Richtung Chancen steuern können, kann sich das Risiko im Zeitverlauf ändern, aber nicht massiv.

RW: Letzte Frage: Wie ist Ihre Prognose für das ELTIF-Vehikel?

Dirk Holz: Real Assets haben sich in den letzten

20 Jahren bei institutionellen Investoren zunehmender Beliebtheit erfreut. Es gibt Pensionskassen, die bis zu 40 Prozent in Alternativen investiert sind. Von dieser Investitionsmöglichkeit blieb bislang der Retail-Bereich ausgeschlossen.

Aber das Potential für Investitionen in Infrastruktur weltweit – um bestehende Infrastruktur zu erneuern, zu erweitern oder durch nachhaltige Lösungen zu ersetzen – ist sehr groß. Institutionelle Gelder allein werden das nicht stemmen können. Deshalb rückt das Retail-Geld zunehmend in den Fokus. Das macht mich, was die Chancen des ELTIF-Vehikels angeht, sehr optimistisch.

Ein Wermutstropfen ist allerdings, dass ELTIFs für Anleger lange nicht so transparent sind wie etwa ETFs. Private Märkte sind zudem sehr heterogen. Private Equity, der Kauf von Anteilen an Unternehmen, ist etwas ganz anderes als das, was wir mit dem Klimavest machen. Deshalb ist es für Berater und Investoren sehr schwer, hier einen ausreichenden Durchblick zu bekommen. Eine radikale Standardisierung der ELTIFs hätte diese Schwierigkeiten mildern können. Weil eine solche auch mit ELTIF 2.0 nicht umgesetzt worden ist, werden wir das ganz große Wachstum bei ELTIFs auch in Zukunft nicht sehen.

RW: Herr Holz, wir danken Ihnen für dieses Gespräch.



Evergreen-Fonds: Zugang zum Alpha der Privatmärkte

Von *Martina Schliemann, HarbourVest Frankfurt*

Private Märkte haben in der Vergangenheit stets besser abgeschnitten als öffentliche Märkte. Zeitlich gewichtete Renditen über rollierende 5-Jahres-Zeiträume zeigen, dass Private-Equity-Buy-outs eine durchschnittliche Prämie von 670 Basispunkten gegenüber dem MSCI ACWI Total Return erwirtschaften. Dennoch sind Private-Markets-Investitionen traditionell institutionellen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten – Anlegern, die in der Lage sind, die hohen Mindestzeichnungsbeträge zu zahlen, die mit privaten Märkten verbunden sind.

In dem Maße, wie sich die Regulierung weiterentwickelt und neue Produktinnovationen eingeführt werden, öffnet sich die Tür zu den Privatmärkten. Strukturelle Hindernisse wie lange Kapitalbindungsfristen, die die Liquidität einschränken, sowie die Komplexität und der Zeitaufwand für die Erstellung eines Private-Markets-Portfolios werden abgebaut. Mehr Anleger können nun mit einer einzigen Investition in einen Evergreen-Fonds die potenziellen Outperformance- und Diversifizierungsvorteile nutzen, die Private-Markets-Anlagen bieten.



Martina Schliemann, Principal, HarbourVest Frankfurt

Ein größeres Anlageuniversum

Im Vergleich zu öffentlichen Märkten bieten private Märkte Anlegern Zugang zu einem größeren und differenzierteren Spektrum an

Anlagemöglichkeiten, das aus einer Vielzahl von Unternehmen in unterschiedlichen Entwicklungs- und Wachstumsstadien besteht. Es gibt weltweit etwa 20-mal mehr Private-Equity-gestützte Unternehmen als Unternehmen, die im MSCI All-Country World Investable Market Index, dem umfassendsten verfügbaren Index für öffentliche Märkte, enthalten sind. Weltweit gibt es fast 200.000 Private-Equity-Unternehmen, die in Buyout-, Growth-Equity- und Venture-Investitionen involviert sind. Sie decken eine breite Palette von Unternehmen ab, von Start-ups in der Frühphase bis hin zu etablierteren Unternehmen, sowie eine große Gruppe ehemals börsennotierter Unternehmen, die sich für eine Rückkehr in das Privateigentum entschieden haben.

Mehr aktives Engagement

Im Vergleich zu ihren Pendanten auf dem öffentlichen Markt verfolgen Manager von Privat-Fonds in der Regel einen aktiveren und engagierteren Ansatz bei den Portfoliounternehmen, die sie erwerben. Oft haben sie eine Mehrheitsbeteiligung an dem Portfoliounternehmen und damit die Möglichkeit, die Wertschöpfungsstrategie zu beeinflussen. Der Mangel an öffentlich zugänglichen Informationen in einem viel größeren Anlageuniversum führt zu einer erheblichen Informationsasymmetrie. Dies ermöglicht sorgfältigen und umsichtigen Privatmarktinvestoren, ihre Renditen zu optimieren, indem sie sowohl das Tagesgeschäft als auch die längerfristige Wertschöpfungsstrategie des Portfoliounternehmens beeinflussen.

Strategien zur Wertschöpfung

Da die Manager von Privatmarktfonds in der Regel stärker in ihre Portfoliounternehmen involviert sind, zielen Investitionen in private Märkte in der Regel darauf ab, Renditeprämien zu erzielen und die Renditen für die Anleger auf drei verschiedene Arten zu optimieren:

- Gewinnwachstum: Wert, der sich aus

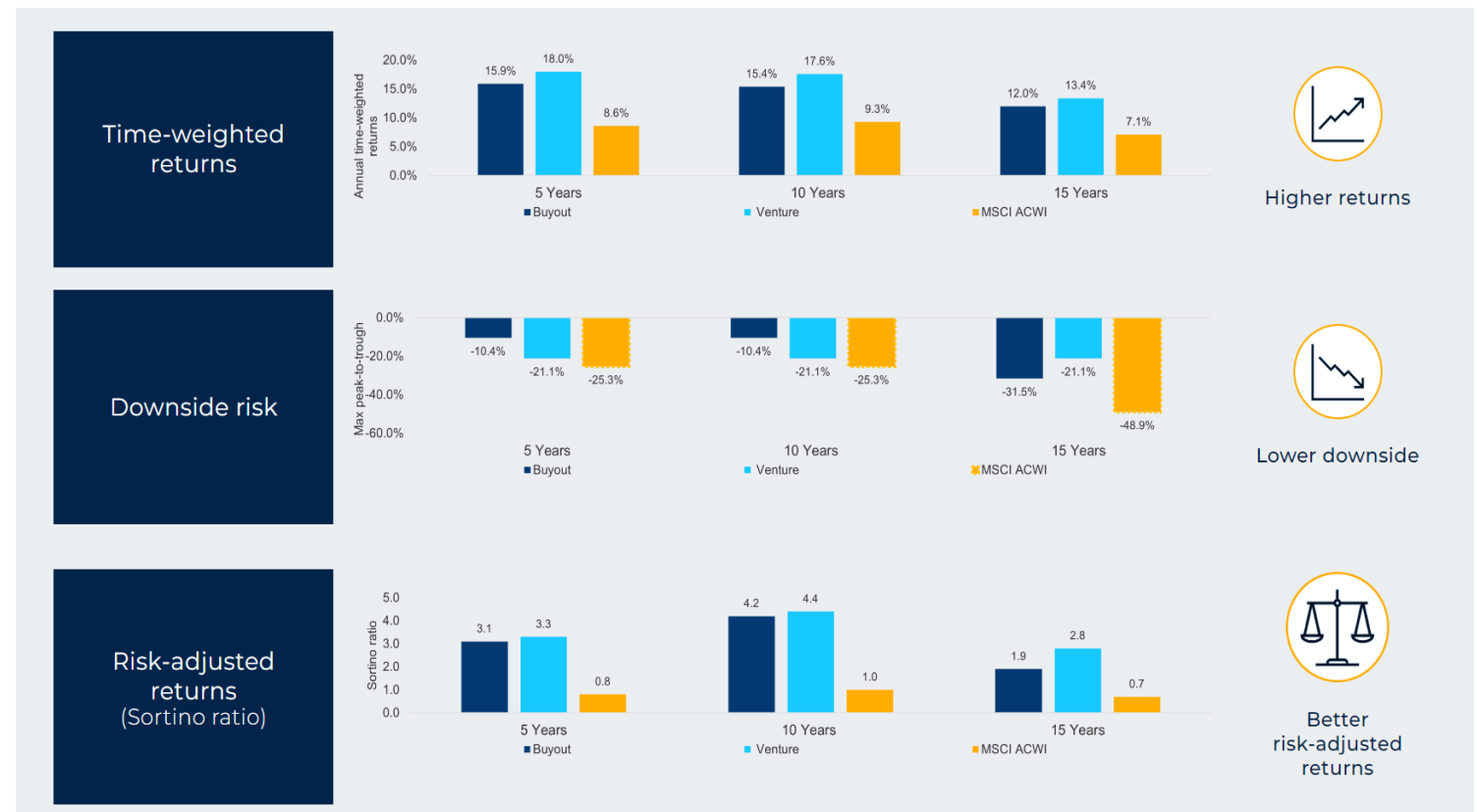
operativen Verbesserungen wie der Entwicklung neuer Produkte, synergetischen Fusionen und globaler Expansion ergibt

- Multiple Expansion: Aufkauf kleinerer und/oder börsennotierter Unternehmen, die eine schwierige Zeit durchlaufen, zu einer niedrigeren Bewertung und Verkauf zu einem höheren Multiplikator
- Schuldenabbau: Optimierung der Kapitalstruktur durch effektives Hinzufügen und Entfernen von Fremdkapital

Risiko/Rendite-Vorteile

Während das makroökonomische Umfeld private Assets ähnlich beeinflusst wie die öffentlichen Märkte, hat Private Equity (sowohl Buyout als auch Venture) im Vergleich zu den öffentlichen Märkten (MSCI ACWI) in der Vergangenheit über alle drei Zeiträume hinweg deutlich höhere zeitgewichtete Renditen bei geringerem Downside-Risiko erzielt, wie die Grafik zeigt. Diese Dynamik ist auf eine Kombination aus aktiver Eigentümerschaft, die Portfoliounternehmen in schwierigen Märkten unterstützen kann, einer Vorliebe für widerstandsfähige Unternehmen und weniger reaktiven Bewertungen der privaten Märkte zurückzuführen. Durch die Kombination des Potenzials für höhere Renditen und ein geringeres Downside-Risiko kann Private Equity bessere risikobereinigte Renditen erzielen und

Die Performance der privaten Märkte bleibt im Vergleich zu den öffentlichen Märkten stark



Quelle: Daten von MSCI und S&P Capital IQ, Stand: 30. Juni 2023. Alle Renditen in USD. Das Downside-Risiko entspricht dem maximalen Peak-to-Trough-Drawdown über den angegebenen Zeitraum. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.



das Portfolio eines Anlegers diversifizieren.

Zugang zu privaten Märkten über Evergreen-Fonds

Evergreen-Fonds bieten Anlegern eine Reihe von Vorteilen, wenn sie in private Märkte investieren, wie im Folgenden dargestellt wird.

Unmittelbare Diversifizierung

Ein Private-Markets-Investitionsprogramm sollte über mehrere Dimensionen wie Sektor, Region, Jahrgang und Strategie diversifiziert sein. Evergreen-Fonds investieren häufig in mehr als eine Privatmarktstrategie (Sekundärinvestitionen, direkte Co-Investments, Primärinvestitionen usw.) und können eine Diversifizierung über eine Reihe von Regionen und Jahrgängen bieten, indem sie Anlegern mit einer einzigen Zeichnung Zugang zu einem etablierten Privatmarktportfolio verschaffen. Die Investition in einen Evergreen-Fonds kann die operative Komplexität beseitigen, die mit dem Aufbau eines gut diversifizierten und widerstandsfähigen Private-Market-Portfolios „von Grund auf“ verbunden ist.

Abschwächung der J-Kurve

Privatmarktanleger erleben häufig den sogenannten „J-Kurven“-Effekt, d. h. negative Renditen zu Beginn der Laufzeit eines traditionellen Privatfonds, die sich im Laufe der Zeit ins Positive wandeln, was auf einem Leistungsdiagramm wie der Buchstabe „J“ aussieht. Praktisch gese-

hen ist die Wertentwicklung des Portfolios nach der Erstinvestition negativ, da Kapital in das Unternehmen fließt, ohne dass es sofort an Wert gewinnt. Im Laufe der Zeit, wenn die Anleger ihr Investment aufrechterhalten, kumulieren sich die Gewinne auf den eingezahlten Betrag, und die Anleger können beginnen, Gewinne zu realisieren, indem sie Anteile verkaufen, sobald der Gesamtwert der Investition höher ist als die ursprüngliche Zeichnung. Die Investition in einen etablierten Evergreen-Fonds kann die Auswirkungen der negativen Seite der J-Kurve abmildern, wie sie bei einer typischen geschlossenen Private-Equity-Drawdown-Struktur mit 10- bis 14-jähriger Laufzeit auftritt. Die negativen Renditen solcher Private-Markets-Investments zu Beginn der Laufzeit verringern die Gesamrendite.

Zugang zu Managern

Die Renditen im Bereich der Privatmarkt-Manager sind breit gestreut, und der Zugang zu vielen Managern aus dem obersten Quartil kann schwierig sein. Oftmals sind die besten General Partners (GPs), insbesondere im Risikokapital-Bereich, überzeichnet und gewähren nur Anlegern, mit denen sie seit langem zusammenarbeiten, Zuteilungen. Darüber hinaus kann der Zugang zu den besten Private-Equity-Managern während festgelegter Fundraising-Perioden mit einem erheblichen Vorschusskapitalbedarf verbunden sein. Durch einen Multi-Manager- oder

Open-Architecture-Ansatz können Evergreen-Fonds den Anlegern mit einer einzigen Investition Zugang zu mehreren GPs bieten. Dies kann den Zeit- und Rechercheaufwand für die Suche nach den besten Managern in jeder Unteranlegensklasse erheblich reduzieren.

Evergreen-Fonds sind Vorreiter für eine neue Art des Zugangs zu Privatmarktrenditen. Diese Fonds bieten Anlegern mit einer einzigen Zeichnung sofortige Exposition in einem diversifizierten Privatmarktportfolio mit niedrigeren Mindestzeichnungssummen, potenziell höherer Liquidität, größerer Flexibilität bei der Erreichung von Anlagezielen und geringerer operativer Komplexität im Vergleich zu traditionellen Privatmarktanlagen.

Für Privatanleger könnten Evergreen-Fonds eine wertvolle Ergänzung zu einem Aktienportfolio, eine Aufwertung eines bestehenden geschlossenen Private-Equity-Portfolios oder eine Einstiegsmöglichkeit für Anleger ohne Privatmarkterfahrung sein, die ihre risikobereinigten Renditen erhöhen möchten, während sie gleichzeitig die Option auf Liquidität bewahren, falls sich ihre persönlichen Umstände ändern. Evergreen-Fonds können auch als Liquiditätssatellit von erfahrenen institutionellen Anlegern mit einem älteren Portfolio traditioneller geschlossener Private-Equity-Fonds genutzt werden, die ihre Exposition wieder auf ein angestrebtes

strategisches Asset-Allokations-Niveau zurückführen wollen. In jedem Fall öffnen Evergreen-Fonds die Tür zu Private-Markets-Investitionen und bieten sowohl neuen als auch bestehenden Anlegern Zugang zu potenziellen Outperformance- und Diversifizierungsvorteilen.

Ein offensiver Baustein
für das Stiftungsvermögen

Wikifolio Zertifikat

+ 717 %

Performance 10 Jahre

(Durchschnittliche Performance pro Jahr: 22,6 %)

Management: Dr. Elmar Peine

**DAS
POLIT
BÜRO**

Zu Risiken und Nebenwirkungen lesen Sie die Details und fragen Sie Ihren Stiftungsberater.



20 Jahre Eyb & Wallwitz: Zwischen Ratio, Emotion und Innovation

Eyb & Wallwitz wird 20 Jahre. Renditewerk sprach mit den beiden Lead Portfoliomanagern Dr. Georg von Wallwitz und Dr. Ernst Konrad über rationale und emotionale Börsen und woran sich Investoren im neuen Zinsumfeld orientieren sollten.

Herr von Wallwitz, Sie haben Mathematik und Philosophie studiert und über Kants Philosophie promoviert. Was hat Sie dazu gebracht, 2004 eine Vermögensverwaltung zu gründen?

von Wallwitz: Ich hatte 2004 schon einige Jahre Erfahrung in der Finanzbranche und im Portfoliomanagement gesammelt. Mir wurde zu dieser Zeit klar, dass mir als Freigeist die Arbeit in einer unabhängigen Vermögensverwaltung näher liegt als innerhalb von Konzernstrukturen. Der Einstieg in die Branche verlief aber ebenso banal wie kurios.

Das müssen Sie erklären?

von Wallwitz: Zum Ende meines Studiums hatte ich eine kleine Familie und musste feststellen, dass ich sie als Philosoph nicht ernähren konnte. Den Einstieg bei einer großen deutschen Fondsgesellschaft fand ich aufgrund meiner Englischkenntnisse, denn dort stand den internationalen Ambitionen ein gewisser Mangel an sprachlicher Weltläufigkeit entgegen. Meine Ausbildung als Mathematiker wurde erst später relevant.



Dr. Georg von Wallwitz, Gründer, Geschäftsführender Gesellschafter und Lead Portfoliomanager (auf dem Bild links). Dr. Ernst Konrad, Geschäftsführender Gesellschafter und Lead Portfoliomanager

Und die Philosophie musste hintenanstehen?

von Wallwitz: Ganz und gar nicht, die Kombination hat sich ausgezahlt. Denn die Vermögensverwaltung hat zwar viel mit Datenanalyse und damit auch mit Mathematik zu tun, sie erfordert aber auch einen realistischen Blick auf die Triebkräfte menschlichen Handelns. An den Märkten geht es nicht immer nur rational zu. Die Philosophie hat mir geholfen, das Marktgeschehen

besser zu verstehen.

... und dafür gesorgt, dass sich Ihre Fonds anlagestrategisch an die Weisheiten der alten Griechen anlehnen, wie das Fondslabel „Phaidros“ verdeutlicht. Was hat es damit auf sich?

von Wallwitz: Der platonische Phaidros-Dialog dient uns in der Herangehensweise als eine Blaupause für unsere erfolgreichen Phaidros

Funds. Wenn der griechische Philosoph Platon ein Investor gewesen wäre, hätte er uns zunächst geraten, rationale Entscheidungen zu treffen, dabei aber immer über die Rolle der Intuitionen und Emotionen Rechenschaft abzulegen. Als unabhängiger Vermögensverwalter sind wir bisher mit der „Ratio vor Emotion“-Strategie gut gefahren.

Sind Börsen rational oder emotional?

Konrad: Kurzfristig können die Börsen sehr emotional sein. Das haben wir beispielsweise beim Ausbruch der Corona-Pandemie oder zu Beginn des russischen Angriffskriegs in der Ukraine erlebt. Langfristig orientieren sich die Finanzmärkte aber an „handfesten“ Daten wie dem Wirtschaftswachstum, den Unternehmensgewinnen sowie am allgemeinen Zinsniveau, sind also rational zu erfassen. Daher ist es so wichtig, sich mit den Ursachen des Wirtschaftswachstums zu befassen. Kapitalmärkte sind außerdem relativ effizient bei dem „Einpreisen“ von aktuellen Entwicklungen.

Was sind denn die Ursachen des Wirtschaftswachstums?



Konrad: Der Ökonom Joseph Schumpeter beschreibt in seinem Werk „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“ den Unternehmer als dynamischen Akteur, der Innovationen vorantreibt und den Prozess der schöpferischen Zerstörung initiiert. Unternehmen, die den Wandel nicht annehmen, laufen Gefahr, von einem Herausforderer aus dem Markt verdrängt zu werden. Das Schumpeter-Prinzip bildet nicht ohne Grund den Dreh- und Angelpunkt unseres aktiven Anlageansatzes.

Was bedeutet das Schumpeter-Prinzip im aktiven Management?

Konrad: Schumpeter unterschied zwischen Monopolisten (sowie Oligopolisten) und Herausforderern. Beide spielen in der Marktwirtschaft eine wichtige Rolle. Monopolisten sind etablierte Unternehmen, die in einer Branche dominieren und Überrenditen erwirtschaften können. Herausforderer dagegen sind innovative Unternehmen, deren Erfolg auf neuen und kreativen Ideen und Geschäftsmodellen basiert. Schumpeter betrachtete die Herausforderer als die Hauptmotoren wirtschaftlicher Entwicklung. Sie sorgen für Wettbewerb, indem sie durch ihre Innovationen den etablierten Monopolisten Beine machen. Im aktiven Management bedeutet das, dass bei uns in der Aktienselektion die Kriterien Marktstellung und Innovationsfähigkeit eine überragende Rolle spielen.

Den Löwenanteil investieren institutionelle

Anleger in Deutschland jedoch in Zinspapierre...

von Wallwitz: ...und nach jahrelanger Abstinenz auch wieder mit positiver Realrendite. Mit der Bekämpfung der gestiegenen Inflation in 2022 initiierten die Zentralbanken eine Kehrtwende in der Geldpolitik. Die nun positiven Realrenditen sprechen wieder für eine höhere Allokation in Staats- als auch in Unternehmensanleihen. Aktuell sind die Zinsen wieder eher auf dem Niveau von vor der Finanzkrise, die Risikoprämien dagegen eher auf unterdurchschnittlichem Niveau. Nachdem wir zu Beginn des letzten Jahres noch überdurchschnittlich in High Yield-Anleihen allokiert hatten, nutzen wir in unseren Fonds und Mandaten nun verstärkt das gesamte Spektrum der globalen Anleihemärkte.

Wie wählen Sie Anleihen aus?

Konrad: Auf der Anleihenseite nutzen wir unseren Kairos-Ansatz. In der griechischen Mythologie verkörpert Kairos den Gott des richtigen Augenblicks. Kairos als Namensgeber für unseren Anleihefonds Phaidros Funds Kairos Anleihen steht somit für die besondere Gelegenheit, die es zu erkennen und zu ergreifen gilt. Mit dem Ansatz investieren wir an den globalen Anleihemärkten antizyklisch in Ertrags- und Stabilitätsquellen. Das bedeutet, dass wir in einem guten Marktumfeld mit auskömmlichen Zinsen und vergleichsweise niedrigeren Risikoprämien die Allokation in High Yield-Anleihen reduzieren

und mit Anleihen besserer Bonität für eine höhere Stabilität sorgen. Im Umkehrschluss setzen wir in einem schwierigeren Marktumfeld und bei niedrigen Zinsen aktiv auf dann gestiegene und wieder attraktive Risikoprämien.

Und in Ihrem Phaidros Funds Balanced kombinieren Sie die beiden Ansätze?

Konrad: Genau. Aufgrund der hohen Korrelation von High-Yield-Anleihen zu Aktien setzen wir in unserem ausgewogenen Mischfonds auf der Anleihenseite neben Unternehmensanleihen verstärkt auch stabilisierende Staatsanleihen ein. Die Rolle der Ertragsquellen übernehmen im Fonds weitgehend die Aktien. Typischerweise liegt daher in unserem 1,7 Mrd. großen Flaggschiffonds die Aktienquote tendenziell näher an der Maximalquote von 75% als an der Minimalquote von 25%. Als Investor benötigen Sie auch einen optimistischen Blick auf die Dinge.

Welche Rolle spielen ESG-Kriterien in Ihrer Anlagestrategie?

von Wallwitz: Die Integration von ESG-Kriterien ist ein zentraler Bestandteil unserer Anlagestrategie. Bereits seit 2012 haben wir uns den UN-Prinzipien für verantwortungsbewusstes Investment verpflichtet, da es uns wichtig ist, ethische Verantwortung mit finanziellen Zielen zu vereinen. Unsere Erfahrung zeigt, dass verantwortungsvolles Investieren häufig nicht nur besser

den individuellen Anlagezielen entspricht, sondern auch langfristig stabile Erträge sichert.

Abschließend gefragt, welchen Tipp würden sie langfristigen Anlegern wie Stiftungen für die kommenden Jahre geben?

Konrad: Generell gilt: Die optimale Asset Allokation ist regimeabhängig. Das bedeutet, sie muss dem makroökonomischen Umfeld entsprechen – und somit auch angepasst werden, wenn sich dieses Umfeld ändert. Der richtige Mix aus Portfoliostabilisatoren und Performancegeneratoren ist entscheidend. Wie genau dieser Mix dann aussieht, ist abhängig vom Marktumfeld, dem Anlageziel, der Risikobereitschaft, dem Anlagehorizont und anderen individuellen Faktoren.

Gerade in Zeiten der Unsicherheit ist auch eine enge und vertrauensvolle Zusammenarbeit von größter Bedeutung. Stiftungen benötigen weitsichtige Asset- und Risikomanager als verlässliche Partner, um ihren Auftrag optimal zu erfüllen und ihnen auch mal das aktuelle Marktgeschehen in Ruhe einzuordnen. Dabei ist die Zusammenarbeit wichtiger als jede einzelne Anlageentscheidung.



Kryptorätsel für Anleger: Wer kennt die Lösung?

Miner von Bitcoin müssen ein Rätsel lösen. Auch Anleger stehen angesichts der Preisbewegungen in der Kryptoassetwelt vor einem Rätsel. Es lautet: Was sind Kryptos wirklich wert?

Das berühmte Bitcoin-White-Paper wurde 2008 veröffentlicht, quantitative Bewertungen erfolgten 2010, Wertsteigerungen stellten sich ab 2012 ein, kurze Zeit später standen Kryptos schon im Fokus einer breiteren Öffentlichkeit, aus dem sie bisher nicht mehr verschwanden. Mit der Zeit rückten neben der möglichen Nutzung als Zahlungssysteme auch andere Funktionen der zugrunde liegenden Blockchain-Technologie in den Fokus. Obwohl es bisher für keine der massenweise sprießenden Krypto-„Währungen“ zu einer allseits akzeptierten „Währung“ gereicht hat, wurden Kryptos schnell als mögliche Geldanlage gehandelt. Daher stellte sich sehr rasch die Frage: Was ist Bitcoin, was sind Krypto-Assets unter ihrer Preishülle „wirklich“ wert?

Viele Anleger – aber nicht zwingend alle – glauben an einen positiven „wahren“ Wert von Bitcoin&Co und an die Möglichkeit, diesen auch „irgendwie“ näherungsweise berechnen zu können.

Fundamentalkritiker von Bitcoin neigen eher zu der Annahme, der „wahre“ Wert betrage null. Sie sind damit wahrscheinlich zugleich die

einzigsten, die den wahren Bitcoin-Wert exakt beziffern. Da generell der Preis von Geldanlagen von Erwartungen abhängt, sind aus Fundamentalkritiker-Sicht Kryptowährungen ein Gemisch aus „falschen“ Theorien über vermeintlich fundamentale Faktoren, aus historisch genährten „naiven“ Preisextrapolationen, aus Imitationsverhalten und aus spekulativen Erwartungserwartungen (Erwartungen über Erwartungen und Erwartungserwartungen der anderen Anleger).

Wieder andere Kritiker insbesondere von Bitcoin legen mit ihren Ausführungen den Schluss nahe, dass sie diesem Kryptoasset eher einen negativen intrinsischen Wert zuordnen, weil sie Bitcoin in der Summe als für die Gesellschaft schädlich erachten. Von dieser Art scheint ein Mitte Oktober 2024 veröffentlichtes Papier der beiden EZB-Ökonomen Bindseil und Schaaf zu sein, die den generellen (Anleger-)Nutzen von Bitcoin stark bezweifeln und negativ bewertete Umverteilungseffekte diagnostizieren.

Bindseil und Schaaf heben außerdem hervor, dass Bitcoin die Merkmale etablierter Finanz-

Das Gründungs-Rätsel der Kryptowährung lautet: Wer ist Satoshi Nakamoto? Die hier abgebildete Lösung wurde in Budapest gefunden. Wenn in einigen tausend Jahren unsere Zivilisation ausgegraben wird, wird man also wissen, wie Satoshi Nakamoto ausgesehen hat. Die mit Abstand überzeugendste Antwort auf das Rätsel heißt aber: Nicholas Szabo, in Kooperation mit anderen als Cypherpunks bezeichneten Spezialisten. Sein etwas einsilbiger Wikipedia-Eintrag ist bilderlos und beginnt mit: „Nicholas ‚Nick‘ Szabo (5. April 1964) ist ein Informatiker, Rechtswissenschaftler und Kryptograph, der für seine Forschungen über Smart Contracts und digitale Währungen bekannt ist.“*





anlagen, insbesondere Cash Flows wie Mieten, Dividenden oder Zinszahlungen, fehlten. Infolgedessen seien etablierte Methoden zur Wertberechnung auf Bitcoin nicht anwendbar.

Gleichwohl sind für die Bewertung von Kryptowährungen verschiedene Verfahren vorgeschlagen worden. Teils auch durch Übernahme traditioneller Methoden, die Bindseil und Schaaf für Kryptos verwerfen. Dies liegt daran, dass Bindseil und Schaaf stark auf Bitcoin bzw. die Zahlungssystem-Funktion fixiert sind, während für andere Anwendungs-Kategorien der Blockchain etwa eine adaptierte Cash-Flow-Bewertung durchaus als möglich erachtet wird.

Wir stellen im Folgenden einige Wertbestimmungsmodelle auf der Grundlage zweier CFA-Booklets vor: Dem 2021 erschienene „Cryptoassets: The Guide to Bitcoin, Blockchain, and Cryptocurrency for Investment Professionals“ von Matt Hougan und David Lawant. Und dem Ende 2023 veröffentlichten „Valuation of Cryptoassets. A Guide for Investment Professionals“ von Urav Soni und Rhodri Preece.

Bewertung von Kryptoassets

Soni and Preece differenzieren Kryptoassets – teils unter Bezugnahme auf den Global Crypto Classification Standard – in Abhängigkeit von ihren Hauptfunktionen in drei Kategorien: a) Kryptowährungen, die darauf spezialisiert sind, Wert zu übertragen (Beispiele: Bitcoin, Litecoin, Monero oder Zcash); b) Smart Contract Plattformen,

die eine bestimmte Programmierung erlauben (Ethereum, Solana, Polygon oder TRON); c) dezentrale Anwendungen, d.h. nichtzentrale Internet-Infrastrukturen, die Zugang zu Produkten und Dienstleistungen ermöglichen (Uniswap, Aave oder Convex Finance).

Für jede dieser Unterkategorien wurden eigene Bewertungsmodelle vorgeschlagen, die sich nur zum Teil überschneiden oder miteinander ähnlich sind.

Bewertungen von Kryptowährungen am Beispiel Bitcoin

Hougan und Lawant stellen fünf aktuell diskutierte Vorschläge einer Wertbestimmung von Bitcoin vor, die einfache formale Zusammenhänge nutzen: ein Marktpotentialmodell; eine Quantitätsgleichung; ein Netzwerknutzenansatz; eine Produktionspreisberechnung; eine Knappheitsformel.



Der Nordturm des EZB-Gebäudes bringt mit 185 Metern Höhe die Antithese des Dezentralitätsdogmas von Satoshi Nakamoto sichtbar zum Ausdruck. Die EZB scheint sich jedoch mehr an Bitcoin abzuarbeiten als Bitcoin an der EZB.

bewahrungsfunktion von Bitcoin, und zwar eine bedingte.

Denn die gefragte Funktion ist die vermutete Eignung von Bitcoin, ein „sicherer Hafen“ in besonders stürmischen Zeiten zu sein. Hougan und Lawant legen ihren Beispielberechnungen des Bitcoins-Werts den Goldmarkt als Potential zugrunde – generell wäre dies aber auf weitere Assets mit Sicherer-Hafen-Qualität auszuweiten.

Quantitätsgleichung

Eine zweite Wertberechnung orientiert sich an der Zahlungsfunktion von Bitcoin. Der Wert eines Bitcoins wird mithilfe der klassischen Quantitätstheorie des Gelds berechnet, die auf das Segment der jeweiligen Kryptowährung angewandt wird.

Der Preis pro Bitcoin wird dementsprechend aus Geldangebot, Umlaufgeschwindigkeit, Preisniveaus der Güter und Handelsvolumen im Kryptosegment abgeleitet.

Netzwerknutzen

Eine dritte Variante interessiert sich für den Netzwerkcharakter von Kryptowährungen, speziell für den Nutzen eines Netzwerkes. Das Bitcoinsystem ist ein Netzwerk von Rechnern (Knoten), die miteinander verbunden sind (Kanten). Das ermöglicht es, Metcalfe's law anzuwenden. Dieses besagt, dass der Nutzen bzw. Wert eines Netzwerkes proportional zur Anzahl der Kanten

Marktpotential

Die Basis dieses Bewertungsansatzes ist das Marktpotential, das eine Kryptowährung ausschöpfen kann. Aber welcher Markt soll es sein? Die Antwort zielt in erster Linie auf die Wertauf-



(Verbindungen) oder zum Quadrat der Knoten (Bitcoin-Teilnehmer/Rechner) ist. Daraus lässt sich dann der Wert eines Bitcoins berechnen.

Produktionskosten

Bei diesem Ansatz wird der Begriff „Mining“ geradezu wörtlich genommen und Bitcoin wie ein Rohstoff behandelt, der zunächst gefördert werden muss. Der Wert eines Bitcoins ergibt sich dann aus den Grenzkosten des Minings im Verhältnis zum erwarteten Ertrag dieser Produktion; in diese Kosten geht insbesondere der Energieverbrauch bei der Schöpfung von Bitcoins ein.

Knappheit im Stock-to-flow-Modell

Hier ist die wertbestimmende Größe, nach der gesucht wird, die Knappheit des Bitcoin-Angebots. Die wird wiederum erfasst mithilfe des Stock-to-flow-Modells. Dabei wird eine Bestandsgröße (Bestand der aktuell zirkulierenden Bitcoins) ins Verhältnis gesetzt zu einer Stromgröße (jährliche Produktion von Bitcoins). Je höher der daraus errechnete Quotient ist, umso wertvoller ist Bitcoin.

Beurteilung der Bitcoin-Bewertungsverfahren

Hougan und Lawant sind von keiner dieser in letzter Zeit vorgeschlagenen Methoden der Wertberechnung überzeugt. Um einige ihrer Einwände anzuführen: Der Marktpotentialansatz beruhe auf problematischen Voraussetzun-

gen und führe zu Identifikationsproblemen. Die Quantitätsgleichung habe bereits Probleme mit der Bestimmung der Geldumlaufgeschwindigkeit von Bitcoin. Der Netzwerkansatz kranke an einer inadäquaten Erfassung der Verteilungsstrukturen im Bitcoin-Netzwerk. Das Produktionskostenargument sei logisch zirkulär, weil der zu erklärende Bitcoinpreis beim Mining bereits vorausgesetzt werden müsse. Das Stock-to-Flow-Modell kranke an einer Verwischung von Kausalrelationen mit Korrelationen.

Insgesamt kommen Hougan und Lawant zu dem Schluss, dass keine dieser Bewertungsmethoden so substantiiert ist wie die Verfahren, die für klassische Anlagen mit Cash Flow entwickelt worden sind. Sie verorten Bitcoin irgendwo zwischen Rohstoff und Währung. Während Bewertungen von Rohstoffen schwierig seien, seien sie für Währungen fast unmöglich, diese könnten nur „sicher“ bepreist werden, aber nicht durchgehend vernünftig bewertet.

Zwar schließen Hougan und Lawant eine wirklich tragfähige Bewertung nicht aus, erwarten diese jedoch erst von elaborierteren Bewertungsmethoden, die derzeit noch Zukunftsmusik sind.

Wie sieht es bei den anderen Kategorien von Kryptoassets aus?

Bewertungen von Small Contracts

Bei Smart Contracts handelt sich hier um

„wenn...dann...“-Programme, die in Blockchain-Code verfasst sind. Sie werden massenweisen von einem Netz von Computern ausgeführt, wenn bestimmte, vorher durch die Teilnehmer definierte Bedingungen erfüllt sind. Das kann, wie bei Bitcoin, die Freigabe von Geldern sein, das kann aber auch die Zulassung eines Fahrzeugs oder das Ausstellen eines Tickets sein.

Für Kryptos mit Smart-Contract-Funktionalität sind Soni und Preece zufolge insbesondere zwei Bewertungsmodelle vorgeschlagen worden: Erstens die Interpretation der Blockchain als Cash-Flow-Asset, zweitens die Bewertung als Netzwerk.

Im ersten Fall wird die Blockchain als ein Vermögensgegenstand, der einen Cash Flow generiert, verstanden. Der Zahlungsstrom besteht in Transaktionsgebühren. Einkommen wird bei dieser Betrachtung durch Verkauf von Block Space, der für eine Transaktion benötigt wird, generiert. Der intrinsische Wert wird durch den abgezinsten Zahlungsstrom bzw. den Discounted Cash Flow (DCF) bestimmt.

Die Bewertung als Netzwerk kann unterschiedlich erfolgen. So wie oben bei der Bitcoin-Bewertung über Metcalfe's law. Dabei handelt es sich um eine abstrakte Beschreibung eines Netzwerkes, die auf alle anderen Netzwerke ebenfalls angewandt werden kann und deshalb breite Bewertungs-Vergleiche erlaubt.

Es gibt aber auch Netzwerkabbildungen, die über eine Reihe von spezifischen Kenngrößen

von Krypto-Plattformen erfolgen. Mit diesen Modellen können dann Smart-Contract-Plattformen miteinander verglichen werden.

Dezentralisierte Anwendungen: DeFi

Bei den dezentralisierten Anwendungen beschränken sich Soni und Preece auf einen Teilbereich, das Dezentrale Finanzwesen, kurz DeFi.

Die Bewertung von DeFi-Token gilt aufgrund der noch frühen Entwicklungsphase dieser Anwendungen als besondere Herausforderung. Da DeFi Ähnlichkeiten mit traditionellen finanziellen Geschäftsmodellen hat, erscheinen gängige Bewertungsmodelle als geeignet. Allerdings müssen die Kenngrößen auf die spezifischen Funktionalitäten dieser Kryptoassets angepasst sein. DeFi-Apps können dann auch bewertungsmäßig mit ihren traditionellen Entsprechungen verglichen werden.

Die meisten DeFi-Anwendungen generieren ihren Umsatz mit Gebühren für Dienstleistungen.

Soni und Preece stellen Bewertungsarten für den relativen und für den „absoluten“ bzw. intrinsischen Wert vor. Die relative Bewertung eignet sich für den Vergleich von DeFi-Protokollen untereinander oder noch kleinteiliger für der Vergleich der Protokolle einer Kategorie. Dabei werden unterschiedliche Kenngrößen angewandt.

Der intrinsische Wert wird auch hier über den abdiskontierten Zahlungsstrom bzw. das DCF-Modell errechnet.



Beurteilung der Bewertung von Kryptoassets

Soni und Preece sind der Ansicht, dass aktuelle Bewertungsansätze diverse Einschränkungen aufweisen, so dass sie davon abraten, Kryptoassets allein anhand eines Modells oder einer einzelnen Kennzahl zu bewerten: stattdessen sollte man das verfügbare Spektrum nutzen.

Noch seien die Zeitreihen bei Kryptosassets zu kurz, um einen verlässlichen Modellrahmen für Bewertungsverfahren zu konstruieren.

Auch die Anwendung intrinsischer Bewertungsanalysen, die aus dem traditionellen Finanzwesen (wie dem DCF-Modell) übernommen und auf dezentrale Anwendungen oder Smart-Contract-Plattformen angepasst werden, würden durch Mangel an historischen Daten, die Abhängigkeit von Modell-Annahmen wie auch durch die schnelle Entwicklung von Kryptoassets erschwert. Das bedeutet, dass sich das Evolutionstempo von geeigneten Bewertungsmodellen an der hohen Evolutionsgeschwindigkeit in der Kryptowelt ausrichten muss. Soni Preece begrüßen daher Widerspruch und Kritik ausdrücklich, um schneller zu besseren Bewertungsansätzen zu kommen.

Trotz aller Einschränkungen böten die Bewertungs-Modelle Einblicke in die Funktionalität der jeweiligen Kryptosasset-Klassen und seien als Elemente eines gründlichen Research- und Analyseprozesses bei Anlageentscheidungen unverzichtbar.

Man fragt sich allerdings auch, ob sich mit diesen Bewertungsmodellen die eingangs angesprochenen grundlegenden Hypothesen überhaupt klären oder testen lassen. Also ob die Modelle dazu beitragen, zwischen „intrinsischem“ Wert (langfristiger Attraktor für Erwartungen) und spekulativen (vom langfristigen Attraktor stark abweichenden, von diesem aber destabilisierten) Bepreisungen trennscharf unterscheiden zu können. Oder benötigt man dazu ein geeignetes übergeordnetes Modell?

Soros hat beispielsweise in den 80er Jahren seine Reflexivitätstheorie zunächst an Boom-Bust-Fallbeispielen entwickelt, in denen sich üblicherweise als fundamental verstandene Messgrößen ab einer bestimmten Ausprägung (z.B. Gewinnhöhe) als allein abhängig von Markterwartungen erwiesen, nachdem sie zunächst den ersten „Fundamentaltest“ bestanden hatten. Beim zweiten fielen sie durch: das war der Crash. Um dies abzubilden, müsste demnach ein Bewertungs-Modell zugrunde gelegt werden, das Bewertungs-Modelle, -Vorstellungen und -Erwartungen selber enthält und diese mit „fundamentalen Größen“ eventuell im Rahmen einer Hierarchie der „Fundamente“ verkoppelt.

Möglich wäre aber auch, dass sich die Frage „spekulativ oder nicht?“ prospektiv gar nicht entscheiden lässt.

Zusammenfassend kann man wohl sagen: Für das eingangs formulierte Kryptorätsel „was sind

Kryptos wert“ hat noch niemand wirklich eine überzeugende Lösung gefunden, die Frage „spekulativ oder nicht?“ harrt gleichfalls der Klärung, aber das Bewertungsproblem ist nicht ohne Lösungsansätze. Man könnte auch sagen: man ist auf gutem Weg zu einem Ziel, das immer ein gutes Stück weiterwandert.

Link zu: „[Cryptoassets: The Guide to Bitcoin, blockchain, and cryptocurrency for Investment Professionals](#)“

Link zu: „[Valuation of Cryptoassets: A Guide for Investment Professionals](#)“

Link zu: „[The distributional consequences of Bitcoin](#)“



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	A1JUU9	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
UnilInstitutional 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
UnilInstitutional 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	