

# RenditeWerk

Zur Pflege des Stiftungsvermögens

03

Herbst 2025

## SOCIAL RETURN ON INVESTMENT

- Die Vermessung der sozialen Welt: SROI
- Interview mit Claudia Straßer, ChildInvest Foundation

## DIVERSIFIKATION VS. KONZENTRATION

- Diversifikation – „the only free lunch“?
- Konzentrationsrisiko FOMO – verpasste Rendite



## Inhalt 03 | 2025

### 03 Die Vermessung der sozialen Welt: SROI

Kurze Einführung in ein Verfahren zur Wirkungsmessung und quantitativen Bewertung von Projekten, die einen gesellschaftlichen Nutzenmehrwert erzielen wollen: Social Return on Investment.

### 06 „Wir wollen Impulse geben, um Wirkung systematisch und nachvollziehbar zu messen ...“

RenditeWerk befragte Claudia Straßer zum Konzept des Social Return on Investment, das die ChildInvest Foundation in ihrer Projektarbeit anwendet.

### 11 Stiftungen im Anlagedilemma – oder: Warum Mikrowohnen Stellschraube für stabile Erträge sein kann

Immobilien als Stabilitätsanker wieder rechtzeitig ernst nehmen: Mikrowohnen als pragmatischer Stabilitätsbaustein für Stiftungs-Portfolios.

### 13 Deko-Vermögensverwaltung Premium: Stabilität und Nachhaltigkeit für Ihre Stiftung

Die Realität ist anspruchsvoll – Zinsen bleiben niedrig, Märkte schwanken, nachhaltige Aspekte rücken immer stärker in den Fokus. Eine Lösung, die auf diese Herausforderungen eingeht.

### 15 Die schönen Töchter – verborgene Werte im Konzern

Hans Peter Schupp über Tochterunternehmen und Sparten, die leicht übersehen werden, aber manchmal besonders interessante Investitionschancen darstellen.

### 17 Diversifikation – „the only Free Lunch“?

Der Finanzprofessor Dirk G. Baur hat über die Frage nachgedacht, ob Diversifikation „umsonst“

ist oder doch Kosten verursacht. Seine Antwort: Es hängt vom Wissensstand der Anleger ab.

### 20 FOMO: Neues Risiko für Asset-Manager durch De-Diversifikation?

Verursacht der Trend zu konzentrierteren Portfolios eine Fear Of Missing Out (FOMO), eine Angst, Rendite zu verpassen? Ergebnisse einer neuen Studie zu Portfoliokonzentration, optimaler Portfoliogröße und der Chance, Langfrist-Hochleistungsaktien zu verpassen.

### 22 Bausteine des Stiftungsvermögens

Fondstabellen

## Guten Tag,

Vor 20 Jahren veröffentlichte Daniel Kehlmann seinen historischen Roman „Die Vermessung der Welt“, in dem Carl Friedrich Gauß und Alexander von Humboldt die Hauptprotagonisten sind. Vor rund 25 Jahren stellte eine Non-Profit-Organisation in den USA einen neuen Ansatz zur Messung sozialer Wirkungen vor, den Social Return on Investment. Wir schauen, was diese „Vermessung der sozialen Welt“ bedeutet.

*Ihr Michael Haas*

### Arthur Francke'sche Stiftung,

die insbesondere die Ausbildung körperlich oder sozial beeinträchtigter Menschen in kaufmännischen und handwerklichen Berufen der Holzverarbeitung fördert und jährlich den DDS Preis der Arthur Francke'sche Stiftung für Tischler und Schreiner vergibt. [Link >>](#).



## Impressum

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



## Die Vermessung der sozialen Welt: SROI

*Zur Messung des sozialen Mehrwerts im Verhältnis zur eingesetzten Investition: Social Return on Investment*

Die Vermessung der Welt war nie bloß Spezialität von Sternen- oder Naturbeobachtern, denn schon früh gehörte sie auch zu den Techniken der Staats- und Finanzkunst. Damit Finanzmittel überhaupt sprudeln, strömen und bestehen konnten, entwickelten sich bereits vor 5000 Jahren spezielle Messmedien mit Memorierfunktion, die ersten Geldformen.

In der modernen Finanzwelt war dann auch die Macht des Geldes als Maße aller Dinge lange ungebrochen. In letzter Zeit scheint sie dort allerdings teilweise zu bröckeln: Denn nicht mehr alle Anleger definieren ihre Investitionsziele ausschließlich in Geldgrößen. Mit nachhaltigen Geldanlagen sind nichtmonetäre Zwecke vermehrt ins Ziel-Kalkül von Investoren gerückt. Jedoch wird auch für diese zunehmend Quantifizier- und Messbarkeit gefordert, selbst in den metrisch unwirtschaftlichsten Regionen der sozialen Welt. Um auch dort Fuß fassen zu können, gilt wieder Geld als großes Vorbild der Vermessung. Die Frage lautet dann: Ist es nicht doch irgendwie möglich, soziale Nutzenzugewinne monetär darzustellen? Eine Antwort darauf wusste be-



*Einer der beiden Hauptprotagonisten des Romans „Die Vermessung der Welt“ ist Carl Friedrich Gauß, der zur Vermessung der natürlichen, der technischen und der sozialen Welt Bahnbrechendes beisteuerte. Etwa die Definition der Normalverteilung, auch Gaußsche Verteilung genannt, die zur „Vermessung“ aller Welten unverzichtbar ist. Gauß selber setzte sie zur Verwaltung der Witwen- und Waisenkasse der Universität Göttingen erfolgreich ein. Im Kontext gängiger Rendite-Modelle wird die Gaußverteilung als Volatilität bezeichnet. Auch der SROI streut. Ob er gleichfalls gaußverteilt ist?*

reits Ende der 1990er Jahre eine Non-Profit-Organisation in den USA; sie lautete trotz des „Non“ vor Profit nicht „nein“, sondern „ja“, oder zwei Buchstaben länger: SROI.

Ausgehend von klassischen Kosten-Nutzen-Analysen und dem Return on Investment (RIO) entwickelten Spezialisten des Roberts

Enterprise Development Fund ein Konzept mit dem Kürzel SROI.

### SROI

Der Social Return on Investment (SROI) ist ein Verfahren zur Bewertung des Nutzens von Projekten, die positive gesellschaftliche

Wirkungen erzielen wollen. Essentiell ist dabei, dass die erzielte soziale Wirkung gemessen und als Geldgröße ausgedrückt werden kann.

Der SROI ist ein Quotient, der einen monetär kodierten sozialen Nutzen (SR) mit den hierfür eingesetzten Investitionen (I) ins Verhältnis setzt, so dass gilt:

$$SROI = SR/I.$$

Das Ergebnis dieser Quotientenbildung ist eine dimensionslose Kenngröße, bei der sich die Geldeinheiten in Zähler und Nenner herauskürzen. Wenn nun der SROI beispielsweise den Wert 5 hat, wird damit ausgedrückt, dass eine Investition in Höhe von 1 Euro einen gesellschaftlichen Nutzen im Wert von 5 Euro generiert hat.

### Entscheidend: der Zähler des SROI

Zähler SR und Nenner I des SROI sind in mancherlei Hinsicht asymmetrisch:

So sind die Investoren, deren Finanzaufwendungen in den Nenner eingehen, in der Regel nicht diejenigen, denen der im Zähler



erfasste (monetäre) Nutzen unmittelbar zu Gute kommt – das ist ein Unterschied zu klassischen Finanzinvestoren (denen der Mehrwert anteilig zum Investitionsbetrag zufließt), aber es ist eine Gemeinsamkeit mit Impact Investoren (auf der Impact-Seite).

Eine weitere Differenz besteht darin, dass die Investitionen I im Nenner genuin monetäre Größen sind, also nicht erst in solche übersetzt werden müssen. Die soziale Wirkung S muss zunächst quantifiziert und gemessen werden und dann auch noch in eine Geldgröße SR übersetzt werden. Das kann jeweils mit großen Schwierigkeiten verbunden sein.

Eine Disparität zwischen Nenner und Zähler besteht auch im Hinblick auf die Wirkung. Ein Wirkungsziel und das dafür aufgelegte Projekt, in das z.B. eine Stiftung investiert (Nenner), kann relativ präzise definiert und bestimmt werden. Die Wirkung eines Projekts auf die Gesellschaft (Zähler) kann indessen vielfältig und diffus sein und vom intendierten Ziel stark abweichen.

Daher ist in der Regel die Bestimmung des Zählers SR des SROI ungleich komplizierter und problematischer als die Berechnung des Nenners I und die eigentliche Herausforderung dieses Ansatzes.

#### Der soziale Nutzen

Die Bestimmung des sozialen Nutzens erfordert geeignete Indikatoren, Datener-

hebungen, Datenanalysen, Befragungen, Bewertungen und Berechnungen, was insgesamt sehr arbeitsaufwendig sein kann.

Die Berechnung des Zählers SR kann man auch kategorial grob in zwei Schritte einteilen: Zuerst wird ein sozialer Bruttonutzen ermittelt, der in einen Nettonutzen umzurechnen ist. Dann wird dieser Nettonutzen in eine monetäre Größe übersetzt, was dann weitere Berechnungen erfordert.

In verbreiteten schematischen Darstellungen erfolgt die Brutto-Netto-Transformation über vier Stufen: Deadweight, Attribution, Displacement und Drop off.

Zur Gewinnung der Brutto-Ausgangsbasis wird der soziale Nutzengewinn quantifiziert

und gemessen. Als Beispiel nehmen wir ein Projekt X, das die regionale Jugendarbeitslosigkeit reduzieren möchte. Der zu ermittelnde Bruttonutzen wäre dann die Reduzierung der Arbeitslosenquote für Jugendliche in der Region A.

Ein erster Korrekturschritt besteht in der Deadweight-Analyse (DW), die untersucht, wie sich der gemessene soziale Nutzen – der Rückgang der Jugendarbeitslosigkeit – ohne das Projekt X entwickelt hätte. Denn es könnte sein, dass vom gemessenen Rückgang 30 Prozent auf die Ansiedelung eines sehr großen Unternehmens zurückzuführen ist. In diesem Fall würde sich der gesuchte soziale Nutzen nach DW-Analyse um 30 Prozent mindern.

Durch eine Attribution-Analyse (AT) wird dann berechnet, welcher Anteil des verbliebenen Nutzengewinns auf das Projekt X zurückzuführen. Eigentlich macht eine korrekte Attribution-Analyse eine separate Deadweight-Analyse überflüssig. In der

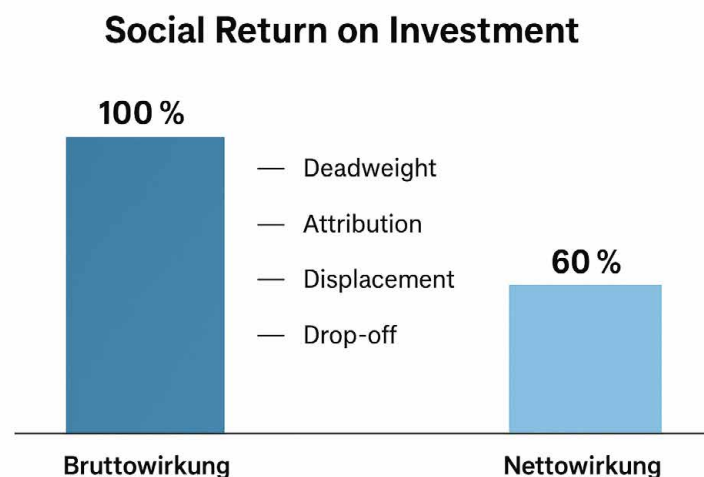
Praxis scheint aber die DW-Analyse eher auf Daten der allgemeineren Wirkungsebene (z.B. Jugendarbeitslosenquote in Region A) und die Hauptverursacher zu zielen, während es der AT-Analyse eher um eine feiner strukturierte Ursachenzurechnung auf der Projektseite zu gehen scheint (z.B.: Die Organisationen X, Y, Z haben in Region A gleichzeitig ähnliche Projekte zur Senkung der Jugendarbeitslosigkeit gestartet; die AT-Analyse filtert dann den kausalen Anteil von X heraus).

Mittels einer Displacement-Analyse wird geschaut, ob bzw. inwiefern die beabsichtigten positiven Wirkungen sekundär durch unbeabsichtigte negative (Neben-)Wirkungen konterkariert wurden. So könnten Unternehmer aufgrund des Projekts X mehr Jugendliche aus der Region A einstellen, dafür aber der gleichen Zahl von Schulabgängern, die sie ursprünglich aus der Region B beschäftigen wollten, absagen. Das Projekt X würde dann Jugendarbeitslosigkeit lediglich regional umverteilen.

Im Rahmen einer Drop-off-Analyse ist dann noch zu schätzen, wie stark die erzielte Wirkung im Zeitverlauf abnehmen wird.

Durch diese vier Korrektur-Schritte wird aus dem Brutto-Nutzen der Netto-Nutzen.

In einem weiteren Schritt muss die Nutzengröße in eine monetäre Größe umgerechnet werden. Dazu gehören in unserem Beispiel etwa Kosten, die durch Senkung der Jugendarbeits-





losigkeit vermieden werden, oder Steuermehereinnahmen, die dadurch ermöglicht werden. Bei mehrjähriger Betrachtung ist zudem eine finanzielle Diskontierung erforderlich.

Das Ergebnis wird dann als Zähler SR in die SROI-Formel eingesetzt.

Würde sich in unserem Beispiel ein SROI von 2 ergeben, dann hätte jeder investierte Euro 2 Euro an gesellschaftlichem Mehrwert erzeugt.

### SROI und Impact Investing

Generell verfolgen Impact Investoren zwei Ziele: Erstens einen nachhaltigen, z. B. sozialen Nutzengewinn, der möglichst gemessen werden sollte; das ist im Prinzip auch mit einem SROI-Ansatz möglich. Zweitens soll ein Impact-Investment einen klassischen Kapitalertrag bei einem bestimmten Risiko erzielen, der den Anlegern zugutekommt. Im Falle eines Social Impact Bonds etwa würden beide Faktoren zusammenfallen, weil hier der Return (bzw. die Rückzahlung) vom sozialen Nutzen – d.h. gegebenenfalls vom SROI – abhängt.

Eine selektive Durchsicht einschlägiger Literatur vermittelt den Eindruck, dass im Kontext des Impact Investings der SROI zwar zum Teil ebenfalls verwendet wird – meist wohl in Kombination mit anderen Instrumenten –, dass er aber insbesondere als Werkzeug der Kommunikation, weniger als Instrument der Impact-Bewertung eingesetzt wird.

### Evaluation

Wie wird das SROI-Instrument bewertet, was sind die Vorteile, die Nachteile, die Probleme?

Weil sich mit dem SROI-Ansatz sowohl „harte“ als auch „weiche“ Nutzengewinne messen lassen, ist das potentielle Anwendungsspektrum relativ breit. Sektoren, in denen gehäuft SROI-Analysen verwendet werden, sind u.a.: Gesundheit, Bildung, Pflege, Sport oder auch Arbeitsmarktprogramme. Das spricht für eine gewisse Universalität.

Welche SROI-Werte werden in der Praxis erreicht? Einer breit angelegten Literaturübersicht (284 Publikationen, 1996–2020) zufolge ist beim Großteil der untersuchten Projekte der SROI-Wert positiv, mit Häufungen zwischen 3 und 10. Akademische Arbeiten

mit hohen Methodenansprüchen sind deutlich strenger und kritischer in der Bewertung, gerade wenn sie die vielen Fallstricke beleuchten, die naturgemäß zu beachten sind.

Zu den Stärken des SROI zählt in jedem Fall, dass der wahrgenommene Nutzen aus Sicht der relevanten Beteiligten und auch der Zielgruppen systematisch erfasst wird. Somit entsteht ein umfassendes Bild der sozialen Wirkungen aus unterschiedlichen Perspektiven.

Das hat Vorteile für das Management von Projekten und die daran geknüpften Lernprozesse: Organisationen können den SROI nutzen, um ihre Projekt-Ressourcen gezielter einzusetzen, Wirkungszusammenhänge besser zu durchdringen und letztlich auch bessere datenbasierte Entscheidungen zu treffen.

Zu den immer wieder genannten Stärken des SROI-Ansatzes gehört, dass er hilft, soziale Projekte gegenüber Investoren, politischen Entscheidungsträgern oder der Öffentlichkeit auf Basis von Daten und kausalanalytischen Argumenten zu legitimieren.

Als mehr oder weniger problematisch erweist sich bei der SROI-Anwendung die Bestimmung des Zählers SR. Genannt werden vielfach datenbezogene oder auch analytische Defizite bei der Bestimmung von Deadweight, Attribution, Displacement, Drop-off und Monetarisierung des sozialen Nutzens. Darüber hinaus wird als Nachteil erachtet, dass die Standards für die Berechnung des SROI nicht einheitlich sind, weshalb die SROI-Werte unterschiedlicher Studien oder Projektträger oft nicht vergleichbar seien. Häufig kritisiert wird zudem eine unzureichende Berücksichtigung der langfristigen Wirkungen aufgrund zu kurzer Beobachtungszeiträume oder zu großer Unsicherheit der Drop-off- und Diskontierungsraten.

Insgesamt scheint sich jedoch das SROI-Konzept, auch getrieben von methodisch immer anspruchsvolleren Evaluationen, in einem fortlaufenden Reflexions- und Entwicklungsprozess zu befinden. Man darf gespannt sein, ob sich der SROI-Ansatz in den nächsten Jahren auch hierzulande stärker etablieren wird, denn Deutschland gehört, vorsichtig ausgedrückt, nicht zu den Early Adopters.

## SROI Process





## "Wir wollen Impulse geben, um Wirkung systematisch und nachvollziehbar zu messen ..."

*Wirkungsmessung wird für Stiftungen immer bedeutsamer. Ein seit rund 25 Jahren hierfür zunächst in der englischsprachigen Stiftungswelt entwickelter Ansatz ist der Social Return on Investment. RenditeWerk befragte Claudia Straßer zum Konzept des Social Return on Investment, das die ChildInvest Foundation in ihrer Projektarbeit anwendet. Claudia Straßer ist Vorstandsmitglied der ChildInvest Foundation sowie Bereichsleiterin Stiftungen und Unternehmenspartner SOS-Kinderdörfer weltweit.*

**RenditeWerk:** Die ChildInvest Foundation hieß bis 2023 Hermann-Gmeiner-Stiftung. Was war der Grund für die Namensänderung?

**Claudia Straßer:** Die Umbenennung von der Hermann-Gmeiner-Stiftung in ChildInvest Foundation im Jahr 2023 steht für eine inhaltliche und strategische Neuausrichtung der Stiftung. Der neue Name unterstreicht den Anspruch, Mittel nicht nur zu vergeben, sondern gezielt in soziale Wirkung zu investieren, um langfristig stabile Verbesserungen für benachteiligte Kinder und Familien zu erzielen.

Der Begriff „Invest“ verweist dabei bewusst auf den Social Return on Investment. Anstatt rein karitativ zu agieren, möchte die Stiftung die Wirkung ihres Mitteleinsatzes messbar machen, strategisch steuern und den größtmöglichen sozialen Nutzen pro eingesetztem Euro erzielen.

Neben dieser eher abstrakten Dimension der Wirkungsmessung rücken wir mit dem Begriff „Child“ eine weitere, ganz konkrete Dimension in den Fokus. Die Investition in Kinder und Jugendliche, in die nächste Generation und damit in den gesellschaftlichen Zusammenhalt – egal, wo auf der Welt. Bei der Umbenennung hat uns also stark der Blick auf neue Stifterzielgruppen und zugleich die Zielgruppen der Programmarbeit gelenkt.

**RenditeWerk:** Gab es Auslöser für diese Neuausrichtung?

**Claudia Straßer:** Die Neupositionierung reagierte auf mehrere Herausforderungen: Erstens auf die steigenden Erwartungen insbesondere von jüngeren Fördernden und Stiftern, Wirkung transparent und belegbar zu machen. Zweitens auf die Notwendigkeit, sich in einem zunehmend kompetitiven



*Claudia Straßer,  
Vorstandsmitglied der  
ChildInvest Foundation*

internationalen philanthropischen Umfeld klar zu profilieren. Drittens auf das Erfordernis einer effizienteren Gestaltung langfristiger wirksamer Projektarbeit durch systematische

Wirkungsanalyse – sowohl für die interne Lernkurve als auch zur externen Legitimation.

Für die ChildInvest Foundation ist Wirkungsmessung damit kein Selbstzweck,



sondern integraler Bestandteil eines strategischen Wirkungsverständnisses, das auf nachhaltigen Wandel abzielt. Mit den Erträgen aus den Stiftungen sollen Chancen für benachteiligte Kinder ermöglicht werden, um Beteiligung, Zukunftsperspektiven und langfristig gesellschaftliche Stabilität zu ermöglichen.

**RenditeWerk:** Sie wenden ein spezielles Konzept der Wirkungsmessung an, den SROI. Was beinhaltet dieser Ansatz?

**Claudia Straßer:** SROI heißt Social Return on Investment. Für uns ist das ein wichtiges Instrument, um unseren Stiftungsauftrag professionell umzusetzen. Der SROI zeigt auf, wie viel sozialer Nutzen – gemessen in Geldwerten – pro eingesetztem Euro entsteht.

Durch den SROI können wir Projekte strategischer steuern, Mittel besser einsetzen und unseren Fördernden sowie Partnern mehr Transparenz bieten. Es geht uns darum, Wirkung nicht nur zu behaupten, sondern belastbar zu belegen. Gleichzeitig nutzen wir den SROI auch zur Steuerung unserer Programmarbeit. So haben wir beispielsweise aus den ersten Wirkungsmessungsstudien gelernt, dass wir noch mehr Jugendliche in unseren Programmen im Übergang in die Selbständigkeit begleiten müssen. Dabei spielen zum Beispiel Employability-Programme eine wichtige Rolle.



*Mutter mit ihren beiden Töchtern aus dem Familienstärkungsprogramm der SOS-Kinderdörfer weltweit in Bangladesch.*

**RenditeWerk:** Weshalb haben Sie sich gerade für den SROI entschieden?

**Claudia Straßer:** Vor Einführung des SROI wurde gesellschaftliche Wirkung unserer Arbeit vor Ort auf Ebene der einzelnen Programme evaluiert, etwa im Rahmen des „Tracking Footprints“-Projekts (2002–2008). Doch es fehlte ein einheitliches, systematisch anwendbares Verfahren, das Verglei-

che zwischen Ländern und Projektarten ermöglicht.

Herkömmliche Wirkungsmodelle eignen sich nur begrenzt, um die Wirkung unserer Arbeit zu messen. Unsere Arbeit ist extrem langfristig angelegt: Wir begleiten Kinder in unseren Programmen bis zur Selbständigkeit. In die gesellschaftliche Wirkungsmessung muss zudem der Abgleich der Effekte der Teilnahme an unseren

Programmen mit volkswirtschaftlichen Kostenfaktoren (z. B. Gesundheitskosten, Kriminalitätskosten, Arbeitslosigkeitskosten, etc.) erfolgen.

Wir haben auch alternative Impact-Modelle geprüft, z. B. Ergebnislogik und qualitative Wirkungsanalyse, diese aber als unzureichend erachtet. Der SROI überzeugte uns durch die Möglichkeit, komplexe soziale Wirkungen ökonomisch zu beziffern, durch seine Anschlussfähigkeit an internationale Standards und durch seine Relevanz auch für Partner in der Entwicklungszusammenarbeit.

**RenditeWerk:** Wie hat man sich eine SROI-Wirkungsanalyse vorzustellen?

**Claudia Straßer:** Die SROI-Erhebung folgt einem modularen Verfahren in sechs Schritten: 1) Definition des Projekts und seiner Zielgruppe („Intervention“). 2) Auswahl und Schulung lokaler und externer Evaluierender. 3) Interviews mit ehemaligen Programmteilnehmenden (1–6 Jahre nach Projektende). 4) Bewertung anhand acht definierter Wirkungsdimensionen. 5) Monetarisierung der Ergebnisse auf Basis etablierter Modelle. 6) Ergebnisvalidierung in Workshops vor Ort. Die Durchführung erfolgt überwiegend durch unabhängige Forschungsinstitute, die im Rahmen eines offenen Ausschreibungsverfahrens ausgewählt werden. Die Validierung erfolgt gemeinsam mit ehemaligen Teilnehmenden und lokalen Teams.



**RenditeWerk:** Was messen Sie eigentlich mit dem SROI genau?

**Claudia Straßer:** In die Berechnung des SROI fließen sowohl harte als auch weiche Faktoren ein.

Zu den harten zählen zum Beispiel höhere Bildungserträge, geringere Gesundheitskosten oder gesteigerte Erwerbsfähigkeit – also messbare ökonomische Effekte.

Die weichen Faktoren sind komplexer, aber genauso wichtig. Dazu gehören etwa psychosoziale Stabilität, emotionale Resilienz, elterliche Fürsorge oder das Erleben von Selbstwirksamkeit.

Um diese weichen Faktoren messbar zu machen, arbeiten wir mit standardisierten Bewertungsdimensionen, etwa zur „sozialen und emotionalen Gesundheit“ oder zur „elterlichen Verpflichtung“. Zusätzlich führen wir qualitative Interviews mit ehemaligen Teilnehmenden, oft viele Jahre nach Projektende.

**RenditeWerk:** Welche Rolle spielt der SROI bei der Entscheidung für Projekte?

**Claudia Straßer:** Der SROI ist für uns kein alleiniges Entscheidungskriterium, aber ein wichtiges Instrument in der strategischen Bewertung. Projekte mit einem hohen prognostizierten SROI werden bevorzugt weiterentwickelt oder auf andere Regionen ausgeweitet. In der Planungsphase hilft der SROI dabei,

Ressourcen gezielt zuzuweisen und die Projektziele zu schärfen.

Ein Beispiel: Unsere Familienstärkungsprogramme erzielen häufig einen besonders hohen SROI – unter anderem, weil sie dazu beitragen, dass Eltern Verantwortung für ihre Familie übernehmen und Kinder bei ihren Eltern aufwachsen können. Solche Programme fördern wir gezielt weiter oder setzen sie als Pilotprojekte in neuen Regionen um.

**RenditeWerk:** Und wie erfolgt die Steuerung laufender Projekte?

**Claudia Straßer:** Der SROI ist für uns Teil einer lernenden Steuerung. Ziel ist ein positiver SROI-Wert, d. h. der soziale Nutzen soll über den eingesetzten Mitteln liegen. Wenn ein Projekt einen niedrigeren SROI zeigt als erwartet, beenden wir es nicht automatisch. Stattdessen analysieren wir, woran es liegt. Oft folgen vertiefende qualitative Analysen oder Anpassungen im Projektdesign, zum Beispiel durch zusätzliche Unterstützungsangebote. In einzelnen Fällen kann das auch zu einer Fokusverlagerung oder schrittweisen

Einstellung führen. Es geht dabei nicht um Bestrafung schlechter Zahlen, sondern um Lernen und Verbesserung.

Die Methodik wurde bisher in rund 40 Ländern angewendet, mit etwa 4.500 befragten Personen.

***"Der SROI eignet sich zudem hervorragend als Lerninstrument für kontinuierliche Qualitätsverbesserung und Effektivitätssteigerung"***

**RenditeWerk:** Wie sieht ein erfolgreiches Projektbeispiel auf SROI-Basis aus?

**Claudia Straßer:** Ein konkretes Beispiel mit nachweislich starkem SROI ist ein Projekt in Indonesien. Dort berichteten etwa 97 Prozent der ehe-

maligen Programmteilnehmenden, dass sie ihrer elterlichen Verantwortung gerecht werden – ein starker Indikator für langfristige Wirkung im Sinne der Generationengerechtigkeit.

Zu einem Projekt in Nicaragua gibt es messbare Ergebnisse im Bereich Beschäftigungsfähigkeit:

73 Prozent der befragten ehemaligen Programmteilnehmenden waren zum Zeitpunkt der Befragung berufstätig. 84 Prozent hatten zum Zeitpunkt des Interviews ein stabiles Einkommen. Dies spricht für hohe wirtschaftliche Selbstständigkeit und somit starken SROI im Bereich wirtschaftlicher Integration.

**RenditeWerk:** Welche Außenwirkung hat Ihr SROI-Ansatz?

**Claudia Straßer:** Die systematische SROI-Berechnung hat sich als wertvolles Instrument in der Außenkommunikation erwiesen – insbesondere im Dialog mit Stiftungen, institutionellen Förderern und politischen Entscheidungsträgern. Zugleich möchten wir – wie im Rahmen dieses Interviews – zur weiteren Verbreitung und Professionalisierung beitragen, um mittelfristig eine stärkere Einheitlichkeit und Vergleichbarkeit im Sektor zu ermöglichen.

Wir nutzen hierfür verschiedene Kommunikationsformate – etwa Publikationen wie „75 Years of Impact“, aufbereitete Wirkungszahlen für Fundraising und Advocacy oder visualisierte Länderdaten. Diese Formate schaffen Transparenz und zeigen, dass soziales Engagement messbare Wirkung entfalten kann – ein zunehmend wichtiges Argument in der Fördermittelakquise.

**RenditeWerk:** Worin sehen Sie die wesentlichen Vorteile eines SROI-Ansatzes?

**Claudia Straßer:** Zu den wichtigsten Vorteilen gehören aus unserer Sicht die transparente Wirkungsmessung in einem ökonomisch verständlichen Format sowie die verbesserte strategische Steuerung: Mittel werden dort eingesetzt, wo der höchste Nutzen entsteht. Der SROI eignet sich zudem hervorragend als Lerninstrument für



kontinuierliche Qualitätsverbesserung und Effektivitätssteigerung. Wichtig ist auch seine Legitimationsfunktion gegenüber Stakeholdern (Förderer, Öffentlichkeit, Politik).

Ebenfalls ein Vorzug ist, dass der SROI partizipative Prozesse und die Netzwerkbindung fördert: Ehemalige Teilnehmende werden in die Auswertung einbezogen und können ihre Perspektiven einbringen.

**RenditeWerk:** Wo liegen Probleme und Grenzen des SROI?

**Claudia Straßer:** Die wichtigsten Herausforderungen sind die Monetarisierung bzw. Quantifizierung weicher Faktoren wie Resilienz, Bindung oder psychosoziale Stabilität, die Datenerhebung in instabilen Regionen (z. B. fragile Staaten), fehlende Vergleichswerte mit anderen Organisationen und Projekten sowie die Komplexität des Verfahrens und der hohe Ressourcenaufwand (5–8 Monate pro Evaluation).

Der SROI ist auch nicht geeignet zur Bewertung kurzfristiger Projekte oder bei Fehlen einer klar quantifizierbaren Wirkung. Der SROI erfasst vor allem langfristige Wirkungen

mit klar definierter Zielgruppe und Interventionslogik. Etwa Familienstärkung, frühkindliche Förderung oder berufliche Integration Jugendlicher.

**RenditeWerk:** Welche Verbesserungspotentiale sehen Sie im SROI-Konzept?

**Claudia Straßer:** Verbesserungsbedarf besteht vor allem in drei Bereichen: Bei der Standardisierung von Bewertungs- und Umrechnungsschlüsseln. Bei der Vergleichbarkeit mit anderen SROI-Modellen (z. B. anderer NGOs). Und bei der Einbindung qualitativer Erkenntnisse in die ökonomische Modellierung.

Auch die bessere Integration in digitale Monitoring-Systeme zur Echtzeitsteuerung wäre ein nächster logischer Schritt, an dem wir bereits arbeiten.

**RenditeWerk:** Der SROI wird auch beim Impact Investing verwendet, etwa im Rahmen von Social Impact Bonds. Käme dieser Bereich für Sie auch in Frage?

**Claudia Straßer:** Ja, das Konzept ließe sich auch im Impact-Investing-Bereich nutzen.

Es gab auch schon erste Pilotprojekte. Wir sind grundsätzlich offen für den Austausch mit anderen Stiftungen, die in diese Richtung denken. Unser Impact ist allerdings klar „social first“, nicht „finance first“. Das heißt: Bei uns steht der soziale Mehrwert im Vordergrund, nicht eine finanzielle Rendite für Investoren.

**RenditeWerk:** Wie bewerten Sie Ihr SROI-Konzept im Vergleich mit den Ansätzen anderer NGOs mit ähnlicher Zielsetzung?

**Claudia Straßer:** Die ChildInvest Foundation gehört gemeinsam mit den SOS-Kinderdörfern weltweit zu den Pionieren unter den NGOs, was die systematische SROI-Anwendung im Kinderschutzbereich angeht. Viele andere Organisationen konzentrieren sich eher auf die Evaluierung kürzerer Programme, deren Wirkung leichter messbar ist – zum Beispiel über drei Jahre hinweg. Dort wird oft nur der Output gemessen, also was gemacht wurde, nicht der Impact, also was sich tatsächlich verändert hat.

Ein direkter Vergleich mit anderen Organisationen ist deshalb nur eingeschränkt möglich.

**RenditeWerk:** Ist der SROI generell geeignet für Stiftungen, die im Sozialbereich bzw. in der Gesellschaft Impact erzielen wollen?

**Claudia Straßer:** SROI ist der prinzipiell

universell anwendbar, er ist aber an gewisse strukturelle Voraussetzungen gebunden, wie: Klare Zieldefinition und Theory of Change; professionelles Monitoring; Daten- und Ressourcenverfügbarkeit; Bereitschaft zur partizipativen Reflexion.

Vor allem kleinere Stiftungen ohne systematische Wirkungserfassung könnten mit der Komplexität des Verfahrens überfordert sein. Daher empfiehlt sich gegebenenfalls ein modularer Einstieg.

**RenditeWerk:** Wie schätzen Sie das SROI-Konzept im Kontext der deutschen Stiftungslandschaft derzeit ein?

**Claudia Straßer:** Das Thema Wirkung wird in der deutschen Stiftungsszene seit vielen Jahren intensiv diskutiert, und es hat sich bereits einiges bewegt. Dennoch erfassen viele Stiftungen und NGOs ihren gesamtgesellschaftlichen Beitrag bislang nur unzureichend. Mit dem SROI möchten wir genau hier ansetzen: Wir wollen Impulse geben, um Wirkung systematisch und nachvollziehbar zu messen, und so eine Brücke schlagen zwischen klassischen Stiftungen und dem wachsenden Anspruch auf Transparenz, Rechenschaft und Wirkungskontrolle. Gleichzeitig möchten wir zeigen, wie professionelle gemeinnützige Arbeit aussehen kann. Wir erwarten, dass das Thema Wirkungsmessung in den kommenden Jahren weiter an Bedeutung gewinnt.



# Mit Verantwortung, Rendite und Wirkung für Infrastruktur

**Stiftungen tragen eine besondere Verantwortung, auch bei der Kapitalanlage. Um ihren Zweck dauerhaft zu erfüllen, bedarf es eines professionellen, stabilen und zugleich zukunftsorientierten Vermögensmanagements. Investments in Infrastruktur können hier eine attraktive Ergänzung klassischer Anlagestrategien sein: Sie bieten regelmäßige Erträge, Inflationsschutz, Diversifikation und ermöglichen wirkungsorientiertes Investieren.**

## Kapital erhalten, Auftrag erfüllen

Zentrales Ziel jeder Stiftung ist der reale Kapitalerhalt. Infrastrukturprojekte – etwa im Bereich Energieversorgung, Schienen und Glasfasernetze oder soziale Infrastruktur wie Bildungs- und Kulturstätten – zeichnen sich durch langfristige, verlässliche Ertragsströme aus. Ihre Einnahmen basieren häufig auf Konzessionen oder Nutzergebühren, die regelmäßig ausgeschüttet werden. Zudem sind viele dieser Erträge inflationsindexiert.

## Langfristigkeit strategisch nutzen

Viele Stiftungen investieren mit einem jahrzehntelangen Zeithorizont. Infrastrukturinvestments passen genau zu diesem Profil: Sie sind langlebig, verlässlich und dadurch gut planbar. Deshalb setzt der Aquila

Capital Infrastructure Fund mit rund 400 Assets auf eine offene Fondsstruktur ohne feste Laufzeit. So können Assets über Jahrzehnte im Portfolio gehalten werden. Der Fokus liegt dabei auf operativen Anlagen mit langfristig gesicherten Erträgen, die unabhängig von politischen oder wirtschaftlichen Zyklen Bestand haben.

## Wirkung entfalten durch nachhaltige Infrastruktur

Für institutionelle Anleger gewinnt der Infrastrukturbereich immer mehr an Bedeutung, wie Zahlen aus dem aktuellen Infrastruktur-Report Deutschland 2025 des Bundesverbands Alternative Investments e.V. belegen. Die Assetklasse Infrastruktur steht außerdem im Bereich der erneuerbaren Energie für die langfristige Möglichkeit, von makroökonomischen und politischen Entwicklungen zu profitieren – gerade im Zusammenhang mit Nachhaltigkeitszielen. Der Aquila Capital Infrastructure Fund beabsichtigt, eine aktive Rolle bei der Förderung und Finanzierung von nachhaltigen, effizienten, und erschwinglichen Infrastrukturprojekten zu spielen und fördert ökologische und/oder soziale Merkmale gemäß Artikel 8 der Verordnung (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor.



Christian Brezina leitet den Bereich „Fund of Funds“ bei Aquila Capital. Zu seiner Hauptverantwortung zählt das Fondsmanagement des nicht börsennotierten Infrastrukturdachfonds Aquila Capital Infrastructure Fund. Die Beteiligung erfolgt über Zielfonds, Direkt- und Co-Investments.

Stiftungen gehören zu den größten Investorengruppen innerhalb des Evergreen-Fonds.

*„Wir bieten neben unserem Dachfonds auch Mandatslösungen an. Bei Letzteren legt der Investor mit dem Fondsmanagement individuell die Strategie fest und kann bei Bedarf stärker in Investitionsentscheidungen eingebunden werden.“*

## Sondervermögen: Infrastrukturfonds

Das Sondervermögen der aktuellen Bundesregierung bietet die Chance auf einen positiven Impuls für den Infrastruktursektor in Deutschland. Durch die im Vergleich zu anderen Industrieländern niedrigeren öffentlichen Ausgaben für Infrastruktur über einen langen Zeitraum besteht hier ein enormer Nachholbedarf. Der Investitionsbedarf geht allerdings weit über das Sondervermögen hinaus. Ziel

ist die Erzeugung einer Hebelwirkung über die Einbindung privaten Kapitals. Dies könnte beispielsweise in Form sogenannter Öffentlich-Privaten-Partnerschaften erfolgen. Auch der Aquila Capital Infrastructure Fund investiert einen Teil seiner Mittel über solche Partnerschaften.



# Stiftungen im Anlagedilemma – oder: Warum Mikrowohnen Stellschraube für stabile Erträge sein kann

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

In jüngster Zeit fällt es vielen Stiftungen zunehmend schwer, die zur nachhaltigen Sicherung ihres Vermögens notwendigen Renditen zu erzielen. Der **STIIX-Stiftungsindex 2025** dokumentiert diese Entwicklung: Zwar können die meisten Häuser ihren Stiftungszweck weiterhin erfüllen, doch einige stehen unter wachsendem Druck. Die Vermögensstruktur zeigt Anpassungen an die Marktbedingungen: Der Aktienanteil bleibt stabil, während Renten und liquide Mittel an Bedeutung gewinnen und Immobilien an Gewicht verlieren.

Auch die Stimmung spiegelt diese Zwänge wider. Die Zahl der Verantwortlichen, die laut Stiftungsindex „sehr zufrieden“ sind, nimmt ab, die Zahl der Unzufriedenen nimmt zu und das Spannungsverhältnis zwischen Anspruch und Wirklichkeit wächst. Viele Stiftungen stehen daher vor der Herausforderung, Strategien zu finden, die zwischen Kapitalerhalt und Zweckverwirklichung in einem Markt funktionieren, der längst keine einfachen Antworten mehr bietet.

Für viele Häuser markiert 2025 einen Wendepunkt: Sie müssen neue Wege entwickeln, um ihre Ziele nachhaltig zu sichern, ohne dabei den Handlungsspielraum zu verlieren.

## Das Dilemma der Diversifikation

Der Ruf nach Alternativen wird lauter. Infrastruktur, Private Equity oder erneuerbare Energien versprechen langfristige Erträge, aber sie verlangen etwas, das vielen Stiftungen fehlt: organisatorische und regulatorische Kapazität. Denn je illiquider das Investment, desto größer der Aufwand in den Bereichen Bewertung, Reporting und laufende Kontrolle. All das erfordert Fachwissen, Systeme und Zeit, die in vielen Stiftungen schlicht nicht ausreichend vorhanden sind. Was auf dem Papier nach „professioneller Diversifikation“ klingt, wird in der Praxis schnell zur Governance-Bürde. Ausgerechnet dort, wo Stabilität gesucht wird, steigt das operationelle Risiko durch Intransparenz, Bewertungsfragen oder unklare Haftungsketten. Viele Stiftungen erleben das in-



Kerstin Struckmann ist seit Juni 2022 bei der Commerz Real und verantwortet als Global Head of Product Management Institutional Clients das institutionelle Fonds- und Produktmanagement. Davor war sie mehrere Jahre in leitenden Fondsmanagement-Positionen beim Investmentmanager Aquila Capital tätig. Begonnen hat die studierte Diplom-Kauffrau und ausgebildete Steuerberaterin ihre berufliche Laufbahn 2006 in einer Düsseldorfer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Außerdem verstärkt Kerstin Struckmann seit Oktober 2022 die Geschäftsführung der Commerz Real Kapitalverwaltungsgesellschaft.

zwischen hautnah: Das Anlagemanagement wächst schneller in der Komplexität als in der Rendite. Gerade kleinere und mittlere

Häuser bewegen sich damit in einem gefährlichen Spannungsfeld. Die eigentliche Herausforderung liegt darin, eine Mitte zu



finden, die beides beherrschbar macht – Ertrag und Steuerbarkeit.

### Mikrowohnen als realwirtschaftlicher Stabilitätsanker

Angesichts der sinkenden Immobilienquote in vielen Stiftungsportfolios stellt sich die Frage, wie Häuser weiterhin von stabilen, realwirtschaftlich verankerten Investments profitieren können. An dieser Stelle tritt eine Assetklasse in den Fokus, die lange unterschätzt wurde: Mikrowohnen. Das Segment hat sich in den letzten Jahren zu einem professionell gemanagten Teilmarkt innerhalb der Wohnimmobilien entwickelt – mit klaren Strukturen, soliden Cashflows und einem planbaren Risikoprofil. Laut Initiative Micro-Living Report Frühjahr 2025 liegt die durchschnittliche Auslastung bei 95,6 Prozent, selbst in C- und D-Städten deutlich über 90 Prozent. Die All-in-Mieten sind im Schnitt auf 599 Euro pro Monat gestiegen, in Neubauten auf 660 Euro – wie aus der Grafik ersichtlich – während die Bewirtschaftungskosten bei planbaren 7,72 Euro pro Quadratmeter liegen.

Damit ist Mikrowohnen ein robustes und belastbares Investment. Die Nachfrage bleibt speziell in Hochschulstädten, Ballungsräumen und Zentren mit einer wachsenden Zahl junger Berufstätiger hoch. Die höhere

Fluktuation ist einkalkuliert: Sie erfordert einen guten Betreiber und ein durchdachtes Vermietungskonzept, bietet aber zugleich die Möglichkeit, Mietverträge regelmäßig anzupassen und so Inflationsschutz zu realisieren. Die Vermietung ist weitgehend automatisiert, die Bewirtschaftung professionell ausgelagert. Für Stiftungen – wie auch für Family Offices, Versorgungswerke und andere institutionelle Anleger – bedeutet das: ein klar umrissener Realwert, stabile Einnahmen

und geringe operative Last. Das Investment ist greifbar, nachvollziehbar und lässt sich – eingebettet in Fondsstrukturen mit etabliertem Reporting und Risikomanagement – auch bei begrenzten internen Ressourcen verantwortungsvoll steuern. Während viele alternative Anlagen Governance-Kapazitäten binden, fügt sich Mikrowohnen nahtlos in bestehende Prozesse ein.

### Planbarkeit ist die neue Rendite

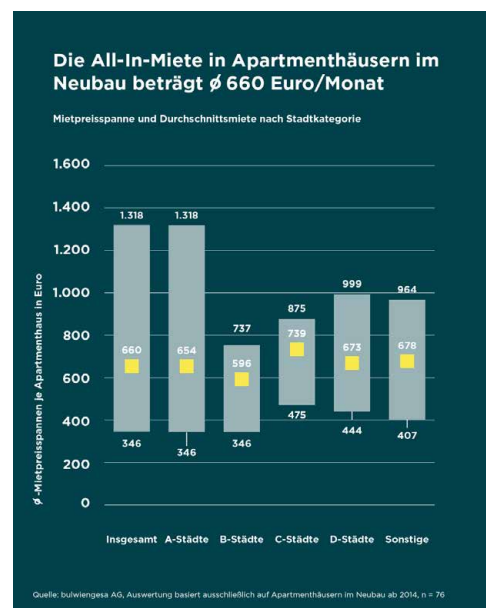
2025 ist kein Jahr für Renditefantasien, sondern für Realismus. Die Märkte bleiben nervös, die Zinsen haben ihr Plateau erreicht, und am Immobilienmarkt zeichnet sich eine neue Bewertungsnorm ab. Viele Objekte sind preislich korrigiert – und genau darin liegt die Chance: Der Zyklus dreht. Langfristig denkende Anleger haben damit die Möglichkeit, von einem Zeitfenster zu profitieren, in dem Erträge wieder auf realwirtschaftlicher Basis kalkulierbar sind. In diesem Umfeld gewinnt eine Tugend neue Bedeutung: Planbarkeit. Mikrowohnen bietet genau das: einen Cashflow, der nicht von geopolitischen Schocks oder Technologietrends abhängt, sondern vom anhaltenden Bedarf an gut organisiertem Wohnraum in urbanen Lagen.

Obwohl Mikrowohnen nach wie vor ein Nischenprodukt ist, stellt es einen pragma-

tischen Stabilitätsbaustein für funktionierende Portfolios dar – selbst in einem Marktumfeld, das derzeit durch Unsicherheit und hohe Bewertungsrisiken gekennzeichnet ist. Dass viele dieser Fonds von erfahrenen Managern mit klaren Governance-Strukturen geführt werden, ist dabei Teil des Konzepts. Wo Liquiditätsmanagement, Transparenz und Berichtswesen institutionell verankert sind, können Stiftungen investieren, ohne ihre Organisation zu überfordern – und dabei trotzdem von einem sich öffnenden Zyklus profitieren.

### Vom Risiko zur Routine

Erfolg in der Stiftungsanlage entsteht nicht durch immer neue Assetklassen, sondern durch Strukturen, die stabil und belastbar bleiben. Mikrowohnen überzeugt genau deshalb: Es bewegt sich zwischen Renditechance und Realwertabsicherung ohne die institutionelle Balance zu gefährden. Viele Stiftungen haben ihre Lektion gelernt: Zu viel Liquidität kostet Zukunft, zu viel Illiquidität kostet Flexibilität. Die nächste Lektion steht jetzt an: Immobilien als Stabilitätsanker wieder ernst zu nehmen und das rechtzeitig. Wer zu lange auf die Trendwende wartet, verpasst sie. Denn die Phase der Vernunft hat bereits begonnen. Mikrowohnen ist in diesem Umfeld kein Modeprodukt, sondern ein Prüfstein für strategisches Denken.





## Deka-Vermögensverwaltung Premium: Stabilität und Nachhaltigkeit für Ihre Stiftung

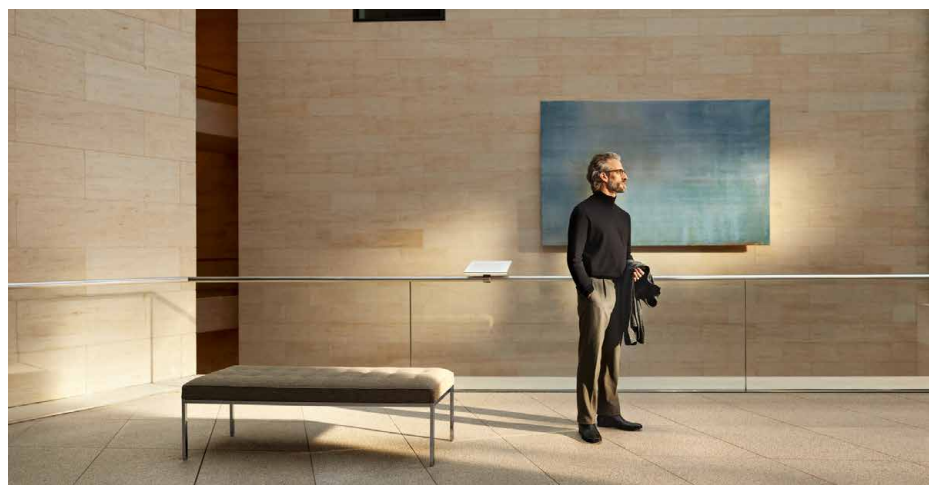
*Als Verantwortliche oder Verantwortlicher einer Stiftung tragen Sie große Verantwortung: Sie müssen Ihr Vermögen nicht nur bewahren, sondern auch so anlegen, dass es langfristig stabile Erträge liefert und damit den Stiftungszweck erfüllt. Doch die Realität ist anspruchsvoll – Zinsen bleiben niedrig, Märkte schwanken, nachhaltige Aspekte rücken immer stärker in den Fokus. **Deka-Vermögensverwaltung Premium** kann Ihnen eine Lösung bieten, die auf diese Herausforderungen eingeht.*

### Ihre Herausforderungen – unsere Antwort

Sie kennen das Problem: Festgelder und klassische Anleihen bringen kaum noch Rendite. Kapitalmärkte sind volatil, regulatorische Anforderungen eng gefasst. Gleichzeitig möchten Sie, dass das Stiftungsvermögen verantwortungsvoll investiert wird. Genau hier setzt Deka-Vermögensverwaltung Premium an – mit einer Strategie, die sich an Ihren Zielen orientiert und Sie entlasten kann.

### Individuell für Ihre Stiftung

Keine Stiftung ist wie die andere. Deshalb entwickeln wir gemeinsam mit Ihnen eine Anlagestrategie, die Ihren Stiftungszweck, Ihre Ertragsziele und Ihre Risikobereitschaft berücksichtigt. Ob Sie regelmäßige Ausschüttungen brauchen oder das Kapital langfristig wachsen soll – wir stellen Ihre Stiftung möglichst optimal auf.



### Risikomanagement, auf das Sie sich verlassen können

Der Erhalt Ihres Stiftungskapitals steht für uns an erster Stelle. Deka-Vermögensver-

waltung Premium zeichnet sich durch eine breite Diversifikation über verschiedene Anlageklassen, Branchen und Regionen aus. Insbesondere Multi-Asset-Strategien kön-

nen dazu beitragen, Risiko zu reduzieren und das Portfolio tendenziell widerstandsfähiger gegenüber Marktschwankungen aufzustellen. Unsere Investment-Expertinnen und -Experten beobachten die Märkte kontinuierlich und passen die Strategie bei Bedarf flexibel an.

### Mit Nachhaltigkeitsaspekten investieren – Werte umsetzen

Für viele Stiftungen sind Nachhaltigkeitsaspekte in der Kapitalanlage mehr als ein Trend – sie sind Teil der Mission. Mit Deka-Vermögensverwaltung Premium investieren Sie zukunftsgerichtet und verantwortungsvoll: ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) sind fest im Investmentprozess verankert. So wirkt Ihr Kapital im Einklang mit Ihren Werten – und trägt gleichzeitig zum Stiftungszweck bei.



### Transparenz, die Vertrauen schafft

Sie wollen jederzeit wissen, wie Ihr Vermögen investiert ist. Deshalb erhalten Sie regelmäßige Berichte, die Ihnen einen klaren Überblick über Ihr Portfolio geben. So behalten Sie die Kontrolle und können transparent nachvollziehen, wie sich Ihre Strategie entwickelt.

### Mehr Freiraum für das Wesentliche

Die Verwaltung des Stiftungsvermögens kostet Zeit und bindet Ressourcen. Mit Deka-Vermögensverwaltung Premium überlassen Sie diese Aufgabe erfahrenen Profis. Das entlastet Sie – und gibt Ihnen den Freiraum, sich auf das zu konzentrieren, was wirklich zählt: die Umsetzung Ihres Stiftungszwecks.

„Die Herausforderungen, vor denen Stiftungen heute stehen, sind vielfältig: Niedrige Zinsen, volatile Märkte und steigende Anforderungen an Investitionen mit Nachhaltigkeitskriterien machen eine professionelle Vermögensverwaltung zu einem wichtigen Baustein für den langfristigen Erfolg. Die Deka-Vermögensverwaltung Premium bietet hier eine individuell abgestimmte Lösung, die auf Kapitalerhalt und die Erwirtschaftung möglichst stabiler Erträge ausgerichtet ist. Dank der Stiftungsrechtsreform haben Stiftungen heute mehr Gestaltungs-

spielraum bei der Kapitalanlage, was es ermöglicht, langfristig orientierte und renditebewusste Strategien zu verfolgen. Dabei ist es entscheidend, dass Stiftungen nicht nur auf klassische Anleihen setzen, sondern auch moderne Multi-Asset-Ansätze nutzen, die Diversifikation und aktives Risikomanagement kombinieren.

Unsere Erfahrung zeigt, dass gerade kleinere und mittlere Stiftungen von einer individuell abgestimmten Vermögensverwaltung unterstützt werden können, die administrative Aufgaben reduziert und gleichzeitig die Einhaltung von Nachhaltigkeitskriterien sicherstellt. Mit der Deka-Vermögensverwaltung Premium bieten wir Stiftungen eine Lösung, die Stabilität und Transparenz in den Vordergrund stellt und gleichzeitig den Freiraum schafft, sich auf das Wesentliche zu konzentrieren: die Umsetzung ih-



Dirk van den Berg,  
Leiter Wealth Management bei der DekaBank

res Stiftungszwecks. Denn letztlich geht es darum, mit dem Stiftungsvermögen einen positiven Beitrag für die Gesellschaft zu leisten – heute und in Zukunft.“

– Dirk van den Berg,  
Leiter Wealth Management bei der DekaBank

### Warum Deka-Vermögensverwaltung Premium?

Weil Sie eine Lösung verdienen, die zu Ihrer Stiftung passt: individuell, professionell und mit Nachhaltigkeitsas-

pekten. Sie partizipieren an einer durchdachten Mischung aus konservativen und renditeorientierten Anlagen, einem aktiven Risikomanagement und klarer Berichterstattung.

**Sprechen Sie jetzt mit Ihrer Beraterin oder Ihrem Berater für Private Banking oder Wealth Management bei der Sparkasse.** Gemeinsam finden wir heraus, wie

**Deka-Vermögensverwaltung Premium**  
Ihre Stiftung möglichst optimal unterstützen kann – heute und in Zukunft.

Informieren Sie sich jetzt unter  
[www.deka-private-wealth.de](http://www.deka-private-wealth.de)

Anlegerinnen und Anleger sollten beachten: Finanzanlagen sind mit Risiken verbunden und können zu Verlusten führen.

Allein verbindliche Grundlage für den Abschluss einer Vermögensverwaltung sind die jeweiligen Sonderbedingungen, die Sie in deutscher Sprache bei Ihrer Sparkasse, der DekaBank Deutsche Girozentrale Niederlassung Luxembourg oder von der DekaBank Deutsche Girozentrale, 60625 Frankfurt erhalten.

**.D PRIVATE & WEALTH**

Deka Private Banking &  
Wealth Management



## Die schönen Töchter – verborgene Werte im Konzern

Von Hans Peter Schupp

**M**anchmal blicken Investoren so gebannt auf das Kerngeschäft eines Unternehmens, dass sie die stillen Schätze, die Töchter, gar nicht bemerken oder in ihrer Analyse unberücksichtigt lassen. Dann ergeben sich manchmal besonders interessante Investmentgelegenheiten. Im Idealfall sind die Töchter mehr wert als der gesamte Konzern - und das Kerngeschäft gibt es quasi als Mitgift obendrauf.

Wir haben solche Chancen schon früher anhand der Beispiele von Salzgitte (ISIN: DE0006202005) und Eni (ISIN: IT0003132476) beschrieben. Nun haben wir ein weiteres, besonders augenfälliges Beispiel entdeckt: Quadiant (ISIN: FR0000120560), vormals Neopost

### Ein alter, unspektakulärer Kern...

Das Stammgeschäft des französischen Unternehmens sind Frankiermaschinen. Darin große Wachstumsfantasie zu vermuten, ist natürlich in etwa so realistisch, wie nach der Erfindung des Automobils auf eine Expansion der Kutschenbauer zu hoffen.



*Hans Peter Schupp ist Vorstand der Fidecum AG und Portfolio-manager des Contrarian Value Euroland Fonds (ISIN: LU0370217092)*

Aber es ist eben auch kein Geschäft, das sich über Nacht in Luft auflöst.

Die Geräte – meist kleine Maschinen – werden für 20 bis 30 Euro im Monat verleast. Läuft der Vertrag aus, wird er meist schlicht verlängert. Die Beträge sind einfach

zu klein, das Einsparpotenzial für die Kunden vernachlässigbar.

So kommt es, dass Quadiant im Jahr 2024, also drei Jahrzehnte nach der allgemeinen Verbreitung der E-Mail, mit seinen Frankiermaschinen noch immer 730 Millionen Euro

Umsatz machte und dabei immerhin 200 Millionen Euro EBITDA verdiente.

### ... wird ergänzt durch neue, attraktive Geschäftsfelder

Wohlwissend, dass Frankiermaschinen kein Zukunftsmarkt sind, hat Quadiant schon vor über zehn Jahren begonnen, sein Geschäft zu diversifizieren.

Zum einen betreibt das Unternehmen heute rund 25.000 Paketstationen in Frankreich, Großbritannien und Japan – ein attraktives Geschäftsfeld, das 2024 immerhin den EBITDA-Breakeven erreichte und im ersten Halbjahr 2025 profitabel war. 2026 soll dort dann eine EBITDA-Marge von mehr als zehn Prozent erzielt werden.

Zu einer noch viel wertvolleren Tochter hat sich die Sparte Digital entwickelt. Sie bietet Unternehmen Werkzeuge an, mit deren Hilfe sich die oftmals veraltete Kundenkommunikation schnell in die digitale Gegenwart holen lässt. Rechnungen, Briefe und Dokumente werden nicht länger nur



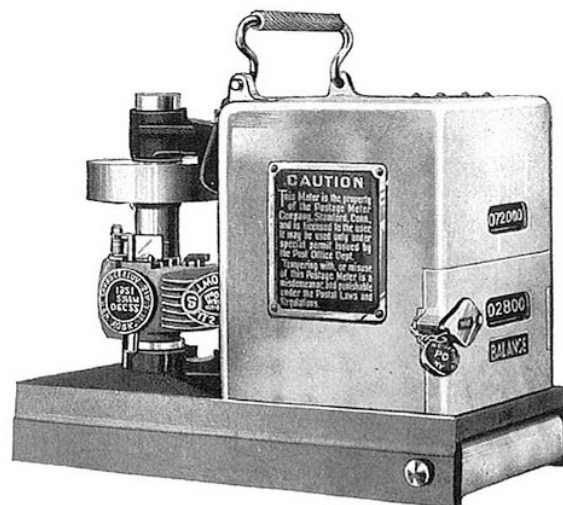
auf Papier verschickt, sondern digital verfügbar gemacht – über E-Mail, Webportale oder Apps. Die neue Pflicht zur E-Rechnung wirkt hier wie ein zusätzlicher Wachstumschub.

Wie begehrt dieses Feld heute ist, zeigte sich Anfang August, als die Private-Equity-Gesellschaft Cinven, den Wettbewerber Smart Communications übernahm. Natürlich „zu nicht genannten Konditionen“. Der Nachrichtendienst Bloomberg kolportierte dennoch eine Zahl: 1,8 Milliarden US-Dollar. Wofür? Versteckt hinter dem diskreten Namen Platinum Topco (UK Company number: 10340885) veröffentlicht das Unternehmen seinen Konzernabschluss. Dieser zeigt, dass Cinven den stolzen Preis für 51 Millionen US-Dollar EBITDA im Jahr 2024 bezahlt hat.

Zum Vergleich: Quadient verdiente mit seiner Digitalsparte im letzten Jahr 47 Millionen Euro, rund 55 Millionen US-Dollar. Die Quadient-Tochter liegt also praktisch gleichauf mit dem Wettbewerber.

#### Die Bewertung von Quadient

Wir haben nachgerechnet: Der gesamte Quadient-Konzern wird an der Börse derzeit mit 1,26 Milliarden Euro bewertet (um diesen Wert zu ermitteln, haben wir zur Marktkapitalisierung von 550 Millionen



Eine der ältesten Frankiermaschinen ist das am 1. September 1920 in Dienst gestellte „Model M“ des im gleichen Jahr gegründeten US-Unternehmens Pitney Bowes. Im Jahr 1986 kürte die American Society of Mechanical Engineers das Model M zu einem Meilenstein der internationalen Geschichte des Maschinenbaus.

Erst 1924 erfolgte die Gründung der französischen Frankiermaschinen-Herstellerin Société des Machines Havas, aus der später Quadient hervorging. Seither hat sich das Leistungsportfolio der in Bagneux sitzenden Quadient S.A. stark diversifiziert und der technologischen Entwicklung entsprechend angepasst. Auch Frankiermaschinen haben sich im Laufe der Zeit verändert, aber innen weit stärker als außen.

Euro die Nettoverschuldung von 710 Millionen Euro addiert). Das sind knapp 1,5 Milliarden US-Dollar, also 300 Millionen Dollar weniger, als Cinven allein für Smart Communications bezahlt hat.

Der eine oder andere mag vermuten, dass die Private-Equity-Gesellschaft viel zu viel bezahlt hat. Aber unserer Erfahrung nach wissen diese Manager genau, was sie tun. Fakt ist, dass wir als Aktieninvestoren heute ein vergleichbares Digitalgeschäft viel

mit solidem Geschäftsmodell und Potenzial. Dabei denken wir wie Unternehmer, die eine ganze Firma kaufen – und stellen uns, wenn nötig, gegen den Markt.

günstiger kaufen können und dazu nicht nur 25.000 profitable Packstationen bekommen, sondern auch unzählige Frankiermaschinen, die 2030 nach Erwartungen des Unternehmens immer noch 600 Millionen profitablen Umsatz machen sollen.

#### Unser Investment-Ansatz

Seit 25 Jahren bleibt unser Contrarian Value Euroland Fonds (ISIN: LU0370217092) seiner Philosophie treu. Wir investieren in unterbewertete europäische Unternehmen



## Diversifikation – „the only Free Lunch“?

*Der Finanzprofessor Dirk G. Baur hat über die Frage nachgedacht, ob Diversifikation „umsonst“ ist oder doch Kosten verursacht.*

Eine unter Anlegern bekannte Sentenz lautet, „diversification is the only free lunch“, also das einzige Mittagmahl, das an den Finanzmärkten umsonst serviert wird. Häufig wird der Spruch Harry Markowitz, dem Begründer der modernen Portfolio-Theorie, zugeschrieben. Technisch wird der Satz meist so verstanden, dass Diversifikation das Risiko eines Portfolios reduziert ohne Kosten in Form einer verringerten Rendite. Andererseits wird unter Wirtschaftswissenschaftlern eine apodiktische Aussage von Milton Friedman kolportiert, die lautet „there is no such thing as a free lunch“ – also auch bei Diversifikation kein Gratis-Mittagessen? Wer hat nun recht? Beide Herren bekamen den (Para-)Nobelpreis für Ökonomie zugesprochen, insofern stünde es unentschieden. Gehen wir also in die Verlängerung und bemühen als spielentscheidendes Tor die grundlegende Finanz-Doktrin, dass höhere Renditen der „Lohn“ für höheres Risiko sind. Das spräche gegen „free lunch“, so dass es 2:1 für Friedman stehen würde. Wer nun aber fest daran glaubt, dass Nobelpreisträger

unfehlbar sind, kann diesen Glauben nur durch den Schluss retten, dass mindestens eine der Aussagen einem der Herren fälschlicherweise zugeschrieben wird.

Der in Australien lehrende Finanzprofessor Dirk G. Baur ist diesem **Free-Lunch-Problem** nachgegangen. Baur bekundet glaubhaft, dass er (nach seinem besten Wissen) der erste Finanzwissenschaftler sei, der der Free-Lunch-Sentenz wirklich auf den Zahn gefühlt habe. Das erste Ergebnis seiner Nachforschungen ist: Er findet keinen Beleg für die Autorschaft von Markowitz. Das zweite Ergebnis: Baur hat der Sentenz nicht nur auf den Zahn gefühlt, sondern hat ihr bei wissenden Anlegern den



*Free Lunch? Das müsste Professor Baur noch ergründen. Dem Titel des Bildes „Die Austernmahlzeit“ (Le Déjeuner d'huîtres) von Jean François de Troy ist zumindest zu entnehmen, dass die Herren der Runde die Assetklasse der Austern wählten. Nach dem Bild zu urteilen diversifizierten sie nicht nur unter den gustatorisch eher stärker korrelierten Austern, sondern mischten zudem auch noch ordentlich Liquidität bei. Man könnte meinen, dass der Genuss-Return mit jeder neuen Auster und jedem neuen Schluck (Diversifikation) stieg, allerdings mit abnehmendem Zuwachs. Jedoch dürfte sich das Risiko, auf volatilen Beinen den Tisch zu verlassen, gleichfalls kräftig erhöht haben.*

Weisheitszahn gezogen, bei unwissenden allerdings nicht.

### Markowitz-Anleger

Markowitz unterstellt in seinem Modell,

dass den Finanzteilnehmern die zukünftige Rendite (Erwartungswert der Gaußschen Renditeverteilung) und das Risiko (Standardabweichung der Gaußschen Renditeverteilung) der einzelnen Wertpapiere bekannt ist.



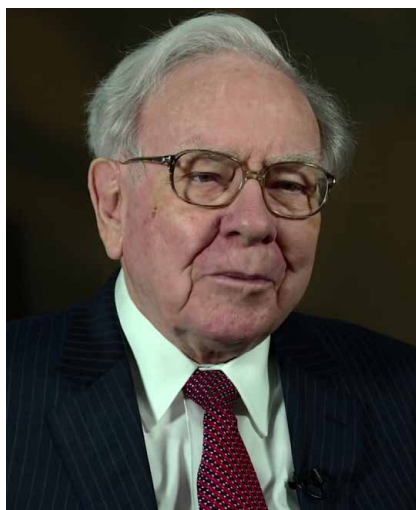
Damit können Anleger die Assets eines Universums nach Größe der erwarteten Rendite anordnen: Zuerst die höchste Rendite, dann die zweithöchste usw.

Baur unterscheidet auf dieser Grundlage zunächst zwei Typen von Anlegern, die er später noch um einen dritten Typ erweitert: Informierte Anleger erfüllen die Markowitz-Annahme und können eine Ordnungsreihe der Renditen bilden. Nichtinformierte Anleger können dies nicht, weil sie die Renditen und Standardabweichungen nicht kennen; ihre Wertpapierselektion erfolgt nach dem Zufallsprinzip.

Baur analysiert nun das „Free-Lunch-Argument“ theoretisch und empirisch. In seiner theoretischen Analyse vereinfacht er die Argumentation auf den Modellfall von nur zwei Aktien. Dabei betrachtet er in einem ersten Schritt nur die Renditen der Aktien, in einem zweiten auch die Risiken.

### Reine Renditebetrachtung

Ein Free Lunch ist ein finanzieller Vorteil für eine Leistung. Soll die „Leistung“ Diversifikation im Hinblick nur auf die Renditen (und nicht auf das Risiko) einen monetären Vorteil erbringen, sollte die Rendite eines Portfolios durch Diversifikation – also durch Hinzunahme eines weiteren Assets – steigen. Wenn sie gleich bleibt oder sinkt, erbringt die Diversifikation keinen Vorteil. Da informierte Anleger



Warren Buffett: „diversification is protection against ignorance“

im Sinne von Markowitz die Renditen nach Größe aufreihen können, werden sie als erstes Asset für ihr Portfolio die höchste Rendite wählen, als zweites die zweithöchste usw. Damit wird die Rendite mit Diversifikation fallen. Und damit ist Diversifikation allein bei Betrachtung der Renditen für diese Anleger kein Free Lunch.

Anders verhält es sich bei uninformierten Anlegern, die zufällig auswählen. Hier besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass sich durch Hinzufügung weiterer Assets die Port-

folio-Rendite erhöht. In diesem Fall ist die Diversifikation im Hinblick nur auf die Renditen ein Free Lunch.

### Der Risikoaspekt

Diversifikation soll das Risiko eines Portfolios verringern. Eine Risikoreduktion eines Portfolios kann für Anleger auf zwei Arten erfolgen. Erstens in einem trivialen Sinne durch Mischung von Assets mit unterschiedlichen Risiken, die sich rein ergibt, wenn die Korrelation = 1 ist. Eine Risikominderung dieser Art gibt es allerdings nur dann, wenn das zuerst gewählte Asset das riskantere ist; denn andernfalls erhöht sich das Portfoliorisiko. Und zweitens kann Risiko reduziert werden durch den Korrelationseffekt im Sinne von Markowitz, der sich bei Korrelation < 1 immer ergibt und der unabhängig von der Reihenfolge der Selektion ist. In Baur's 2-Asset-Beispiel (Asset A: Rendite und Volatilität jeweils 10%, Asset B beide 5%) ergibt sich bei unterstellter Gleichgewichtung und einer angenommenen Korrelation von  $k = 1$  ein Portfoliorisiko von 7,5% und eine Portfoliorendite von 7,5%. Bei Annahme einer Korrelation von 0,5 reduziert sich c.p. das Risiko auf 6,6%, während die Rendite unverändert bei 7,5% bleibt. Daher könnte man zwar sagen, dass es sich bei diesem Korrelationseffekt für  $k < 1$  gegenüber  $k = 1$  um einen Free Lunch handelt. Aber Anleger können, wenn sie in die Assets A und B mit

der Korrelation 0,5 investieren, nur in beide Effekte zusammen investieren. Daher wird im 2-Asset-Beispiel von Baur für den informierten Anleger durch Hinzufügung von Asset B zu Asset A (d.h. Diversifikation) das Portfoliorisiko von 10% auf 6,6% reduziert und zugleich die Rendite von auf 10% auf 7,5% Prozent verringert. Und das bedeutet, dass die Risikoreduktion für einen Markowitzanleger mit einer Einbuße an Rendite verbunden und somit kein Free Lunch ist. Für nichtwissende Anleger, die zufällig selektieren, besteht hingegen die Möglichkeit für einen Free Lunch.

### Effiziente Linie

Die von Markowitz konstruierte Effiziente Linie der Portfoliotheorie ist eine Kurve mit den besten Risiko-Rendite-Kombinationen. Anleger können ihr Risiko gemäß Präferenz wählen, daraus ergibt sich dann die für sie optimale Portfolio-Rendite-Kombination. Die Kurve hat auch einen Bereich, der als ineffizient bezeichnet wird. In diesem Bereich führt eine Reduktion des Risikos bzw. Diversifikation zu einer steigenden Rendite. Und das wäre ein Free Lunch. Daraus folgert Baur, dass auf ineffizienten Märkten ein Free Lunch durch Diversifikation möglich ist.

Baur kommt also auf Basis einfacher Modellüberlegungen zu dem Ergebnis, dass für informierte Markowitz-Anleger Diversifikation kein Free Lunch ist. Dass aber für uninfor-



mierte Anleger oder auf ineffizienten Märkten Diversifikation ein Free Lunch sein kann.

### Simulation auf empirischer Datenbasis

Baur führt zudem Simulationsanalysen auf Basis der monatlichen Kurse der S&P-500-Aktien im Zeitraum 31.12.1999 bis 31.01.2022 durch, um seine Thesen empirisch zu prüfen. Er unterscheidet drei Informationskonstellationen, zwei haben wir schon angesprochen.

(1) Wissende bzw. Markowitz-Anleger, die zum Zeitpunkt ihrer Anlageentscheidung die zukünftige Renditeverteilung der S&P-500-Papiere (d.h. Erwartungswert/Rendite und Volatilität/ Risiko) bereits kennen.

(2) Unwissende Anleger, die keine Kenntnisse der Verteilungsparameter haben und daher ihre Anlagen zufällig aus dem S&P-500-Universum wählen.

(3) Halbwissende Anleger, die nur die vergangenen Renditen des S&P 500 kennen und auf dieser Basis die zukünftigen Renditen prognostizieren. Sie sind insofern nicht vollständig informiert, als sie aktuelle Fundamentaldaten, die im Prinzip verfügbare wären, nicht nutzen. Zu dieser Gruppe würden technische Anleger gehören.

Die per Simulation pro Anlegertyp durchgeführten Portfolio-Diversifikationen bestehen in der Erhöhung der Zahl der im Portfolio gleichgewichteten Vermögenswerte von 1 auf 5, 10, 20, 50, 100, 200 und 500.

### 3.1 Wissende Anleger

Für wissende Anleger fällt im Baur-Modell mit der Risikoreduktion per Diversifikation die Portfoliorendite. Auch die Simulation auf empirischer Datenbasis zeigt, dass die Renditen der Portfolios mit zunehmender Aktien-Anzahl im Portfolio sinken. Baur wertet das als Indiz, dass Kosten der Diversifikation entstehen und ein Free Lunch für informierte Markowitz-Anleger nicht möglich ist.

Die Simulationen zeigen zudem, dass zunächst die Sharpe Ratio bis zu einer Größe von 50 Aktien steigt, um dann wieder zu fallen. Baur wertet das als Indiz dafür, dass die optimale Portfoliogröße bei etwa 50 Aktien liegt (mit monatlichem Rebalancing sind es weniger). Zugleich beobachtet Baur, dass Diversifikation nicht so symmetrisch wirkt, wie eine Normalverteilung erwarten lässt, denn das Aufwärtsrisiko (Wahrscheinlichkeit von sehr hohen Kursen) nimmt stärker ab als das Abwärtsrisiko (Wahrscheinlichkeit von sehr tiefen Kursen).

### 3.2 Unwissende Anleger

Im anderen Extremfall, der Unwissenheit der Anleger, erfolgt die Aktien-Selektion per Zufall. Die Simulationen auf S&P500 Basis zeigen, dass die Durchschnittsrenditen über alle erstellten Portfolios hinweg stabil sind und das Risiko mit zunehmender Aktienanzahl im Portfolio abnimmt. Das deutet Baur als Beleg

seiner These, dass nichtwissende Anleger durch Diversifikation das Portfoliorisiko ohne Einbußen der Rendite reduzieren können: Diversifikation ist unter diesen Bedingungen also ein Free Lunch.

### 3.3 Halbwissende Anleger

Die Renditen in den Portfolios der halbwissenden Anleger gingen mit geringerem Risiko ebenfalls zurück, sie waren aber höher als bei unwissenden Anlegern, jedoch geringer als bei Markowitzanlegern.

Baur schließt daraus, dass Mehrwissen über das Nichtwissen (Zufall) hinaus dazu führt, dass Diversifikation kein Free Lunch ist

### Schlussbemerkungen

Baur findet erstens keinen Beleg, dass die Sentenz „diversification is the only free lunch“ von Markowitz ist, zumal sie dessen Modell widerspricht.

Baur findet zweitens theoretisch und auf Basis einer Simulation anhand realer Daten, dass Diversifikation für informierte Anleger bzw. Markowitz-Anleger kein Free Lunch sei. Diversifikation sei nur für völlig uninformierte Anleger, die per Zufall auswählen, ein Free Lunch oder auf ineffizienten Märkten. Das stehe, so Baur, im Einklang mit Warren Buffetts These, dass „Diversifikation vor Unwissenheit“ schütze („diversification is protection against ignorance“).

Baur neigt zu der Annahme, umfassendes Wissen mache Diversifikation in der Tendenz überflüssig. Baur glaubt, das könne auch erklären, warum viele Milliardäre – die hohe Kompetenz für die Vermögensverwaltung „einkaufen“ können – relativ konzentriertes Vermögen bzw. wenig diversifizierte Portfolios besitzen.

Die Frage stellt sich allerdings, inwieweit die hochgradig stilisierten, extrem vereinfachten, auf ein ganz bestimmtes Problem und Beweisziel zugeschnittenen Modell-Annahmen von Markowitz sich eignen, um relativ unvermittelt die Ergebnisse einer Simulation mit empirischen Aktienmarkt-Daten zu interpretieren.

Diese Frage stellt sich auch deshalb, weil wir in einem weiteren Artikel in dieser Ausgabe („FOMO: Neues Risiko für Asset-Manager durch De-Diversifizierung?“) gleichfalls eine akademische Studie vorstellen, die eine Aktienmarktsimulation für den Bereich der Institutionellen Investoren durchführt. Für Profis wird dabei zum Problem, dass sie die Spitzen-Renditen nicht identifizieren können, d.h. auch, keine Ordnungsrelation der Größe nach herstellen können. Die Studie thematisiert ein Profi-Problem, das in Bours Modell vor allem unwissende oder auch halbwissende Anleger haben, Markowitz-Anleger jedoch definitionsgemäß nicht.



## FOMO: Neues Risiko für Asset-Manager durch De-Diversifizierung?

*Verursacht der Trend zu konzentrierteren Portfolios eine Fear Of Missing Out (FOMO), eine Angst, Rendite zu verpassen? Ergebnisse einer neuen Studie zu Portfoliokonzentration, optimaler Portfoliogröße und der Chance, Langfrist-Hochleistungsaktien zu verpassen.*

Pensionsfonds und Versicherungen zählen lange zu den Anlegern mit den am breitesten diversifizierten Portfolios und der größten Titellzahl. Seit geraumer Zeit hat sich jedoch nach Auskunft von Experten ein Gegentrend entwickelt: Institutionelle Anleger stellen vermehrt kleinere, konzentriertere Portfolios zusammen. Auch in diversifizierten Portfolios hat sich die Zahl der Aktien reduziert, sie liegt nicht mehr im vierstelligen oder oberen dreistelligen Bereich, sondern häufig nur noch im unteren dreistelligen oder oberen zweistelligen Bereich. Eine Studie zu 14.000 internationalen Aktienfonds im Zeitraum von 2001 bis 2014 kam auf einen Durchschnittswert von nur 86 Titeln pro Fonds.

Der niederländische Finanzprofessor Mathijs van Dijk ist zusammen mit Andreas Brøgger und Joren Koëter in einer unlängst veröffentlichten Untersuchung den Ursachen und insbesondere einigen Folgen dieses Trends der Portfolio-Verschlingung nachgegangen. [Link](#)

Einen wichtigen Treiber sehen die Wissenschaftler im Nachhaltigkeitstrend großer institutioneller Anleger. Zum einen sorgen Ausschlüsse ganzer Sektoren für eine mehr oder weniger starke Konzentration. Zum anderen würden regulatorische Pflichten, Transparenzanforderungen, Reputationsrisiken und das ESG-Risikomanagement generell den Arbeitsaufwand pro Aktie massiv erhöhen. Das sei für Portfolios mit sehr vielen Aktien eine immer größere Herausforderung oder schlicht nicht mehr praktikabel. Asset Manager reagierten darauf mit der Reduzierung der Zahl der Titel in ihren Aktienportfolios.

Damit stellen sich zwei Fragen auch für große Institutionelle Investoren: Erstens: Kann man ein gut diversifiziertes Portfolio auch mit deutlich weniger Aktien bauen? Zweitens: Folgen aus der Verschlingung eventuell bisher weniger beachtete Konzentrationsrisiken? Die drei niederländischen Finanzmarktforscher geben Antworten auf beide Fragen mit Hilfe von Simulationen zur Portfolioperformance.

### Simulation mit empirischen Daten

Dijk und Kollegen legen ihren Simulationen mit historischen Daten (Backtests) einen globalen Datensatz mit 87.266 Aktien aus 47 Ländern für den Zeitraum von Januar 1985 bis Dezember 2023 zugrunde. Die Titelselektion erfolgt durch monatliche Zufallsauswahl zur Bildung von Portfolios unterschiedlicher Größe (Aktienzahl  $n = 10, 50, 100, 250, 500, 750, 1000, 1500$ ). Durchgespielt werden verschiedene Gewichtsregeln und Aktienstrategien (plus ESG), u.a. diverse Faktorstrategien, so dass die Zufallsauswahl abhängig ist von unterschiedlichen Rahmenbedingungen, die in den Backtests variiert wurden.

### Diversifikation und optimale Portfoliogröße

Wie groß sollte die Zahl der Aktien sein, die für ein optimal diversifiziertes Portfolio erforderlich ist? Den Studienautoren zufolge wird diese Frage auch heute noch oft mit dem Ergebnis einer empirischen Studie von Statman aus dem Jahr 1987 beantwortet,

wonach 30 bis 40 Aktien ausreichen, um das idiosynkratische Risiko weg zu diversifizieren. Die Statman-Studie sei jedoch in vielerlei Hinsicht veraltet und mit Schwächen behaftet, so dass man sie heute nicht mehr ungeprüft als gültige Aussage übernehmen könne. Daher beantworten die drei Finanzwissenschaftler die Frage auf Basis der eigenen Datenbasis. Ihre Simulationen mit globalen Portfolios zeigen, dass merkliche (aber abnehmende) Diversifikationsgewinne noch bei bis zu über 100 Aktien zu beobachten sind; erst bei etwa 750 Titeln war eine Zunahme praktisch nicht mehr erkennbar.

### Konzentrationsrisiko

Zum Problem einer hohen Portfolio-Konzentration referieren Dijk, Brøgger und Koëter zunächst Studienergebnisse von Bessminder und Kollegen, die besagen, dass langfristig nur 2 bis 4 Prozent der Aktien eines breiteren Portfolios eine Aktienprämie über dem risikofreien Zinssatz liefern wür-



den. Im Zeitraum zwischen 1926 und 2016 hätten lediglich fünf Unternehmen (Exxon Mobile, Apple, Microsoft, General Electric, IBM) rund 10 Prozent der gesamten Vermögensbildung am US-Aktienmarkt generiert. Dijk und seine Mitarbeiter vermuten Ähnliches im Hinblick auf die „Glorreichen Sieben“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA, Tesla) im letzten Jahrzehnt. Sollte dies zutreffen, könnten konzentrierte Portfolios nicht nur ein höheres Risiko aufweisen, sondern zudem auch eine niedrigere Rendite abwerfen, weil sie das relativ schmale Segment wirklich performancestarker Aktien verpassen.

Die Simulationsuntersuchungen bestätigen die Bessembinder-These: Auch Dijk und Kollegen finden, dass nur ein sehr kleiner Prozentsatz der Aktien zur Aktienprämie beiträgt. Nur 30 Aktien (0,03 Prozent der Aktien des Datensatzes) generierten 25 Prozent des globalen Vermögenszuwachses an den Aktienmärkten über einen Zeitraum von 40 Jahren. 162 Aktien (oder 0,19 % aller Aktien) generierten 50 Prozent und 1.871 Aktien (2,1 % aller Aktien) den gesamten Vermögensaufbau. Die Aktie mit dem größten Beitrag war Apple (3,8%), gefolgt von Microsoft (3,2%), Amazon (1,5%), Nvidia (1,2%), Alphabet (0,9%) und Exxon Mobile (0,86%).

### Fear of Missing Out (FOMO)

Die Studienautoren schließen aus der extremen Schiefe der Verteilung der langfristigen Renditen von Aktien, dass auch Profianleger mit konzentrierten Portfolios die Aktien mit der besten Wertentwicklung – und damit einen wichtigen Teil der Aktienprämie – leicht verpassen können. Das impliziere die Möglichkeit des Bedauerns, im Vorfeld keine besseren Entscheidungen getroffen zu haben. Die aus dem Zusammenspiel von Portfolio-Konzentration und dünner Hochleistungsklasse bei Aktien resultierende FOMO sollte, so die niederländischen Finanzwissenschaftler, als eigenständiges Risiko betrachtet werden. Das FOMO-Risiko lasse sich technisch als die Wahrscheinlichkeit definieren, mit einem konzentrierten Portfolio den kleinen Teil der Aktien mit der besten Langfristperformance zu verpassen. Für konzentrierte Portfolios war den Simulationen zufolge das FOMO-Risiko über alle Spezifikationen beachtlich. Bei einem Portfolio mit 100 Aktien betrug die Renditedifferenz zwischen einer „glücklichen“ und einer „unglücklichen Auswahl“ rund 3,5 Prozent pro Jahr, was zu enormen Renditedifferenzen über lange Anlagehorizonte führt.

### Schluss

Zwei wichtige Hauptergebnisse der Studie

zum Trend einer zunehmenden Portfoliokonzentration im Bereich der institutionellen Investoren sind: Erstens benötigt man mehr als 100 Aktien, um idiosynkratische Risiken hinreichend weit zu diversifizieren, was deutlich über den bisher vermuteten 40 bis 50 Titeln liegt. Zweitens entsteht in konzentrierten Portfolios aufgrund des schmalen Segments langfristig herausragend performender Aktien das FOMO-Risiko, dieses Segment nicht im Portfolio zu haben.

Am Schluss noch zwei vergleichende Anmerkungen zur Studie von Baur (in dieser Ausgabe: Diversifikation – „the only free lunch“?).

In den Simulationen oben erfolgt die Aktienauswahl zufällig, obwohl die am besten informierten Profianleger den Hintergrund bilden. Bei Baur ist Zufallswahl die Strategie der nichtwissenden Anleger. Allerdings ist der Zufall in der Studie von Dijk und Kollegen abhängig von strategischen bzw. gewichtenden Randbedingungen, die variiert werden. Solch ein Rahmen steht jeweils für eine Überzeugung, die auf elaboriertem Wissen beruht (Factor Investing usw.). Deshalb hat hier Zufall eine andere Bedeutung als im Modell von Baur.

Baur liebäugelt mit konzentrierten Portfolios, weil maximal informierte Anleger der Sorte Markowitz die erwarteten Renditen und deren Streuung (Risiko) kennen. Unter dieser Modell-Annahme kann das FOMO-Problem gar nicht entstehen.



| 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 AMI                               | 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           |
| 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    |              |

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.