

RenditeWerk

Zur Pflege des Stiftungsvermögens

04

Winter 2025

NACHHALTIGE STIFTUNGSVERMÖGEN

Zukunftsfähige Infrastruktur: Batteriespeicher und Offshore-Wind
ESG, nachhaltige Fonds und Private Markets als strategische Bausteine

LOW-CARBON-INVESTMENTS

Investieren in den Geothermostat
Klimaschutz spart Folgekosten
Geldregen für Regenwälder oder Nebel für Sponsoren?

AUSBLICK 2026

Euro Anleihen
Aktien Europa



Inhalt 04 | 2025

04 Investieren in den Geothermostat

Diverse Prognosen und explorative Szenarien für 2050 (Netto-Null etc.) bzw. 2100 (Temperaturänderung) sowie der Einfluss von Nachhaltigkeits-Erwartungen auf Geldanlagen mit Dekarbonisierungslabel.

08 Euro Anleihen 2026: Mehr Risiko bei Staatsanleihen, mehr Stabilität bei Unternehmen?

Dr. Veronika Herzberger, Commerzbank Vermögensverwaltung, erläutert, weshalb Unternehmensanleihen bonitätsstarker Emittenten zunehmend die Rolle eines neuen Safe Haven einnehmen können.

10 Aktien 2026: Europa – das leise Comeback

Hans Peter Schupp, Fidecum AG, skizziert die Perspektiven für europäische Aktien im Jahr 2026 und erwartet ein „leises Comeback“.

12 Beyond Production — Energie ganzheitlich denken, Chancen nutzen

Dr. Nicole Arnold, Commerz Real, über zukunftsfähige Infrastruktur: Batteriespeicher und Offshore-Wind gewinnen Relevanz für Renewables-Strategien.

13 Jeder Euro für Nachhaltigkeit und Klimaschutz spart Folgekosten

Julius van Sambeck, Ethius Invest, sieht im starken Gegenwind, mit dem Bemühungen um die sozial-ökologische Transformation weiterhin zu kämpfen haben, spätestens mittel- bis langfristig Gift für Wirtschaft und Demokratie.

15 Stiftungsvermögen zukunftssicher anlegen: ESG, nachhaltige Fonds und Private Markets als strategische Bausteine

François Baumgartner, Finanzredakteur Fuchsbriefe, erklärt, weshalb Stiftungen vor einer Zeitenwende stehen, mit der ESG vom Schlagwort zur Pflicht und Private Equity vom Nischenprodukt zum strategischen Baustein wird.

17 Geldregen für Regenwälder oder Nebel für Sponsoren?

Der Tropical Forest Investment Fund der Tropical Forest Forever Facility soll auf Basis eines Blended-Finance-Modells Gelder für die Rettung von Regenwäldern mobilisieren. Eine kurze Darstellung des Konstruktionsschemas des TFIF und einige Einwände, die Kritiker vorbringen.

21 RenditeWerk macht ReStart

Mit dieser Ausgabe endet das bisherige Projekt RenditeWerk. Ab 2026 startet RenditeWerk jedoch neu. Ein kurzer Rückblick auf 16 Jahre „RenditeWerk“, die Elmar Peine prägte. 2026 wird unter Leitung von Jörg Gaden ein ReStart erfolgen.

22 Bausteine des Stiftungsvermögens

Fondstabellen

Guten Tag,

dass Finanzendinge extrem schwierig sein können, schreibt man der Komplexität zu. Die wichtigste Lösung des Komplexitätsproblems ist Simplizität an der Benutzeroberfläche. Das funktioniert skalunabhängig, also fast immer. Wessen Skepsis oder Neugier dennoch an der Benutzeroberfläche kratzt, nutzt am besten die zweitwichtigste Problemlösung: Den simpelsten Weg von Komplexität zu Simplizität. Das nennt man Didaktik. Für die Didaktik des Finanzwissens hat sich eine Stiftung zweier bekannter Vermögensverwalter seit 2006 sehr verdient gemacht ...

Ihr Michael Haas

Flossbach von Storch Stiftung,

die das Ziel verfolgt, „Bildung, Erziehung und Wissenschaft, insbesondere in den Bereichen Wirtschaft und Finanzen, zur wirtschaftlichen Unabhängigkeit jeder und jedes Einzelnen und zur Stabilität unserer Gesellschaft zu fördern.“. [Link >> .](#)

Impressum

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



Mit Sinn stiften.

.Deka
Institutionell

Unser Kompetenzteam Stiftungen – für alle,
die nicht nur Vermögen, sondern Werte weitergeben.

Um Ihre vielfältigen gemeinnützigen Aufgaben zu erfüllen, brauchen Sie ein solides Portfolio,
das kontinuierliche Erträge generiert. Wir sind Ihr verlässlicher Partner für die strategische
Asset Allocation – mit besonderer Expertise in der Integration ökologischer, sozialer und ethischer
Aspekte in Ihre Anlagestrategie.

Überlegen. Investieren.



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

DekaBank Deutsche Girozentrale
Weiterführende Informationen unter deka-institutionell.de

 Finanzgruppe



Investieren in den Geothermostat

Erwartungen für 2050 bzw. 2100 und ihr Einfluss auf Geldanlagen mit Dekarbonisierungslabel

Geldanlage beruht auf Erwartungen. Die beziehen sich bei konventioneller Geldanlage auf Finanzgrößen, insbesondere die Rendite, bei Impact Investments zudem auf die Nachhaltigkeitswirkung. Diese zweite Erwartungskomponente fällt bei ESG-Investments ohne Impactanspruch weg. Es besteht hier dennoch die Möglichkeit, dass die Bereitschaft zu ESG-Investments von Einschätzungen der Umsetzung von ESG-Projekten in fernerer Zukunft abhängen. Eine unlängst veröffentlichte Studie hat untersucht, wie sich der erwartete Grad des Energiemixes bei der Stromproduktion in 2050 auf die Bereitschaft auswirkt, heute in Low-Carbon-Fonds zu investieren.

Bevor wir darauf eingehen, schauen wir uns eine Reihe von einflussreichen Prognosen und Szenarien an, die zu klima- bzw. energiesystemspezifischen Zielgrößen bis 2050 bzw. 2100 (bei Temperatur) in jüngerer Zeit erstellt worden sind.

Das thermostatische Weltprojekt

In der wissenschaftlichen Debatte zum anthropogenen Treibhauseffekt stehen



Gletscher sind optisch leicht ablesbare Integral-Thermometer über der Zeit. Der Autor überzeugte sich nach einer wirklich nachhaltigen Auffahrt im August zum Rettenbach- und Tiefenbachferner in rund 2800 Meter selber, wie weit diese noch ihre Gletscherzungen rausstrecken. Nicht sehr weit, wobei der erbärmliche untere Rest – hier des Rettenbachgletschers – abgedeckt war ...

zwei Strategien im Vordergrund: die Begrenzung des Temperaturanstiegs und die Anpassung an diesen. Die Begrenzungsstra-

tegie ist ein „thermostatisches Weltprojekt“, das den anthropogenen, aber nichtintendierten Temperaturanstieg anthropogen,

jedoch intendiert, abbremsen soll. Als manifesteste Sollgröße hat sich bislang eine Erwärmungsobergrenze bis 2100 von unter 2 °C, möglichst sogar von 1,5 °C etabliert. Als wichtigster Hebel dazu ist auf Seiten der Ist-Zustände die drastische Reduktion von Kohlenstoffdioxidemissionen vorgesehen, als Ziel wird in Politik und Gesellschaft häufig eine globale Netto-Null-Emission bis zum Jahr 2050 genannt. Als Königsweg gilt die Umsteuerung des Energiesystems weltweit von fossilen auf erneuerbare Quellen. Um Netto-Null zu erreichen, müsste Studien zufolge der fossile Anteil an der Primärenergie bis 2050 gegenüber dem heutigen Absolutbetrag (2023: 14,2 Mrd. Tonnen Öleinheiten) um mindestens 80 Prozent sinken.

Prognosen und Szenarien

Die Erwartungsbildung erfolgt im Profibereich meist über Prognosen und Szenarien (siehe hierzu Schiffer, Link weiter unten). Prognosen beschreiben die wahrscheinlichste zukünftige Entwicklung auf Grundlage heute plausibler Annahmen. Prognosen können positiv sein (X ist am wahrscheinlichsten) oder negativ (Y zu erreichen ist un-



wahrscheinlich). Szenarien sind alternative Zukunftspfade, die sich aus unterschiedlichen Annahmen, Rand- und Entwicklungsbedingungen ergeben. Explorative Szenarien führen von der Gegenwart in die Zukunft; normative Szenarien gehen vom angestrebten Ziel – wie dem 1,5-Grad-Ziel – aus und leiten mögliche Wege ab, dieses Ziel zu erreichen. Da normative Szenarien einen fixen Zielpunkt vorgeben, wir aber an Erwartungen bezüglich des zukünftigen Ist-Zustandes interessiert sind, konzentrieren wir uns im Folgenden auf explorative Szenarien und positive sowie negative Prognosen.

Temperatur 2100: Der aktuelle politische Pfad

Als Basisszenario gilt in vielen Analysen ein Current Policy Scenario (CPS), das die zu erwartende Erwärmung unter heutigen politischen Rahmenbedingungen abbildet. Laut einer aktuellen [Übersicht von Zeke Hausfather \(2025\)](#) liegt der Median der in den letzten 5 Jahren erstellten CPS bei 2,7 Grad bis 2100; das 5.–95. Perzentil reicht von 2,3 bis 3 Grad. Unter Einbezug zusätzlicher Unsicherheiten bei Emissionen und Klimasensitivität ergibt sich eine erweiterte Bandbreite zwischen 1,9 und 3,7 Grad. Szenarien mit besonders hoher Erwärmung gelten inzwischen jedoch als weniger wahrscheinlich, unter anderem aufgrund des

technologischen Wandels des Energiesystems. Allerdings würden 58% der Teilnehmer an einer Befragung von IPPC-Autoren eine 50-Prozentwahrscheinlichkeit von über 3 Grad schätzen.

Energiemix 2050: Prognosen und Szenarien

Hans Wilhelm Schiffer, RWTH Aachen, wertet laufend [neue Studien von Beratungseinrichtungen und Unternehmen zur Energiesystem-Zukunft aus, zuletzt für 2024](#). Darunter waren zwei Prognosen: eine von der Klassifikationsgesellschaft DNV (Det Norske Veritas) und eine des Energiekonzerns ExxonMobil. Beide erwarten 2050 einen globalen Primärenergieverbrauch von rund 15,7 Mrd. Tonnen Öläquivalent, das ist noch über dem heutigen Niveau (14,2).

Beim Energiemix unterscheiden sich die Prognosen aber deutlich:

DNV prognostiziert bis 2050 einen Mix von 50 % fossile Energien, 6 % Kernenergie und 44 % Erneuerbare. Daraus errechnen sie einen Temperaturanstieg von etwa 2,2 Grad bis 2100.

ExxonMobil geht 2050 von 67 % fossilen Energien, 7 % Kernenergie und 26 % Erneuerbaren aus; einen zugehörigen Temperaturwert nennt Schiffer nicht. Wie stark ein insbesondere bei Unternehmensschätzungen möglicher „Interessen-Bias“ ausfällt,

bleibt offen.

Explorative Szenarien kommen in Schiffers Zusammenstellung für 2050 auf fossile Anteile zwischen 26 und 74 Prozent, die meisten liegen zwischen 50 und 60 Prozent. Die daraus abgeleiteten Temperaturanstiege bis 2100 liegen überwiegend im Bereich von 2 bis 2,5 Grad.

Kippelemente und Extremszenarien

Das seit den 2000er Jahren in den Klimadiskurs eingeführte Kippunkte-Modell betont potenziell nichtlineare Reaktionen des Erdsystems, die beim Überschreiten bestimmter Schwellenwerte – genannt werden Werte über 1,2 oder 1,5 Grad – abrupt in andere Zustände übergehen können. Diskutiert werden Temperaturanstiege von 2 bis 4 Grad bis 2100, langfristig noch deutlich darüber hinaus. Auch wenn solche Szenarien derzeit als eher unwahrscheinlich gelten, erhalten sie aufgrund ihrer potenziellen Negativeffekte und ihrer kommunikativen Resonanzfähigkeit erhebliche öffentliche Aufmerksamkeit. Eine neuere [Überblicksstudie von Wang et al.](#) kommt zu dem Ergebnis, dass viele der als Kippelemente gehandelten Systeme kein „echtes“ Kippverhalten zeigen oder weniger abrupt reagieren als zunächst angenommen, dass dennoch Kippdynamiken in etlichen Systemen nicht ausgeschlossen werden könn-

ten. Insgesamt sind hier noch viele Fragen offen.

Soziologisch-klimatologische Einschätzung

Eine Arbeitsgruppe unter Leitung der Hamburger Soziologin Anita Engels und des Direktors des Max-Planck-Instituts für Meteorologie, Jochem Marotzke, beurteilt mit einem kombinierten [soziologisch-klimatologischen Bewertungsansatz](#) die Chance, das 1,5-Grad-Ziel zu erreichen. Der soziologische Teil basiert auf zehn Faktoren. Das Ergebnis der Gruppe lautet, dass eine weltweite Dekarbonisierung bis 2050 und damit die Einhaltung der 1,5-Grad-Grenze bis 2100 nicht zu erreichen sei. Die Autoren schreiben: „Derzeit unterstützt keiner der zehn sozialen Faktoren eine tiefgreifende Dekarbonisierung bis 2050 ... Seit 2023 hat sich der Ausstieg aus Investitionen in fossile Brennstoffe deutlich verändert: von einem sozialen Faktor, der die Dekarbonisierung unterstützte, zu einem, der sie hemmt. Gemeinsam mit Unternehmensreaktionen und Konsumtrends bilden diese Faktoren derzeit die stärksten Hindernisse für eine tiefgreifende Dekarbonisierung bis 2050.“

Energiegeschichte und Energiezukunft

Der Energiehistoriker Vaclav Smil ist u.a. bekannt dafür, mit seinen Analysen von



Energie- und Techniksystemen den häufig unterentwickelten Sinn für unterschiedliche Größenordnungen und Kategorienfehler zu schulen. 2024 veröffentlichte Smil den Essay „[Halfway Between Kyoto and 2050](#)“, wobei das Ergebnis bereits im Untertitel steht: „Zero Carbon Is a Highly Unlikely Outcome“. Er verweist u.a. darauf, dass der globale Verbrauch fossiler Energien zwischen 1997 und 2023 um 55 Prozent gestiegen und ihr Anteil am Weltenergieverbrauch in dieser Zeit lediglich von rund 86 auf etwa 82 Prozent gesunken sei. In vielen Regionen sei der Übergang von traditioneller Biomasseverbrennung zu fossilen Energien noch gar nicht abgeschlossen. Smil verweist u.a. auf ungelöste Probleme mit energieintensiven Industrien, den enormen Materialbedarf einer Transformation und geopolitische Konfliktverschärfungen als Hindernisse. Für wohlhabende Länder veranschlagt Smil für das Erreichen des Netto-Null-Ziels Kosten von 20 Prozent ihres jährlichen BIP. Kritiker halten ihm entgegen, das technologische Innovationspotenzial zu unterschätzen – ein jüngeres Buch scheint darauf mit einer Analyse von Techno-Hypes zu antworten.

Der französische Energiehistoriker [Jean-Baptiste Fressoz](#) teilt viele der Einschätzungen Smils und erwartet ebenfalls, dass die Netto-Null-Ziele für 2050–2070 nicht er-

reichbar sind. Anders als Smil sieht er die Lösung jedoch prinzipiell nicht im technologischen Fortschritt, in „technologischen Illusionen“, sondern in Suffizienz, Umverteilung und sektoraler Schrumpfung – etwa beim Straßenbau, beim Fleischkonsum, beim Autoverkehr oder beim militärisch-industriellen Komplex.

Positive soziale Kippunkte am Finanzmarkt

Das Kippunkte-Paradigma zeichnet im Klimadiskurs die Trajektorien mit den größten Gefahren. „Wo aber Gefahr ist, wächst das Rettende auch“ (Hölderlin), gilt jedoch auch innerhalb dieses Paradigmas. Jüngst wurde ein Überblick zur Anwendung des Konzepts [positiver sozialer Tipping-Points am Finanzmarkt](#) veröffentlicht. Zentral ist dabei die Unterscheidung von „Sensitive Intervention Points“ (SIP) und „Kippunkten“. SIPs bezeichnen gezielte, meist politisch-regulatorische Eingriffe, die Prozesse auslösen, die in Richtung Kippunkte laufen. Ist ein solcher erreicht, sollen positive Rückkopplungen wohl überwiegend am Markt eine Dynamik bewirken, die beschleunigt Investitionen aus dem fossilen Bereich in Segmente Regenerativer umlenkt. Vor diesem Hintergrund erscheint Netto-Null bis 2050 plötzlich wieder möglich.

Allerdings wird am Konzept der intendiert

aktivierbaren Social Tipping Points (STP) in seiner heutigen Form vieles bemängelt, u.a. fehlende Berücksichtigung einschlägiger sozialwissenschaftlicher Literatur zum sozialen Wandel, zu nichtintendierten Handlungseffekten, zur Planbarkeit groß- oder gar weltgesellschaftlicher Prozesse oder zu Fragen der Leistungsfähigkeit von Staat vs. Markt.

Wir wollen jedoch an dieser Stelle ein berühmtes Beispiel für einen SIP-STP-Prozess nicht unerwähnt lassen: das Greta-Thunberg-Phänomen scheint – nach allem, was über die Hintergründe bekannt ist – ein spektakulär erfolgreicher Anwendungsfall dieses Konzepts gewesen zu sein – mit welchen Endeffekten für die Klimaziele?

Erwartungen EE-Transformation und ESG-Investment

Marco Ceccarelli (Freie Universität Amsterdam) und Stefano Ramelli (Universität St. Gallen) veröffentlichten im September unter dem Titel „[Climate Transition Beliefs](#)“ Ergebnisse eigener empirischer Untersuchungen zum Einfluss der erwarteten „Nachhaltigkeitstransformation“ auf das Investitionsverhalten von Privatanlegern in den USA. Dabei wurde insbesondere die Schätzung des Anteils Erneuerbarer Energiequellen an der Stromgenerierung (EES) in den USA im Jahr 2050 abgefragt, der 2022 bei rund 22 Prozent lag (Wobei rund ein Drittel der

Primärenergie für die Stromerzeugung verwendet werden).

Im Durchschnitt schätzten die befragten US-Privatanleger den Anteil der EES im Jahr 2050 auf 59 Prozent – bei starker Streuung. Die U.S. Energy Information Administration (EIA) geht in ihrem Benchmark-Szenario für 2050 von 53,5 Prozent aus.

Eine statistische Analyse zeigte, dass unter den erfassten Investor-Merkmalen jüngere, weibliche und politisch den Demokraten zugeneigte Teilnehmer den Anteil der EES eher höher schätzten, ebenso Personen aus Regionen mit hohem Anteil von Regenerativen. Allerdings erklärte nur 1/5 der erfassten Investorenmerkmale die Variation der Schätzungen.

Wie wirken sich die EE-Strom-Schätzungen auf das Anlegerverhalten aus? Mit höherem geschätztem EES-Anteil in 2050 werden die Renditen von ESG-Investments als höher und die Risiken als geringer eingeschätzt. EES-Optimisten sind auch eher dazu bereit, in ESG-Fonds zu investieren. Aber: Der positive Effekt von EES auf ESG>Returns / Investments ist bei Investoren stärker, die keine ausgeprägte Umweltpräferenz bekunden. Bei „grünen“ Überzeugungen besteht eine geringere Elastizität.

Die Studienautoren führten überdies Laborstudien durch. Gezeigt wurde einem Drittel der Teilnehmer kein Film; einem



zweiten Drittel ein **optimistischer Film**, der im Rückblick die bisherigen Erfolge herausstreicht; und einem dritten Drittel ein **pessimistischer Film**, der mit Blick auf die Zukunft die noch zu meisternden Herausforderungen adressiert. Optimisten schätzten den Anteil der EE bis 2050 auf 64, Pessimisten auf 58 Prozent – die Effekte sind signifikant, aber nicht allzu stark. Die oben referierten Ergebnisse konnten auch in diesem Kontext im Wesentlichen bestätigt werden.

Schluss

Es besteht – jedenfalls wenn man die hier präsentierte Studienauswahl zugrunde legt – eine deutliche Differenz zwischen den in der Öffentlichkeit präsentierten normativen Szenarien einerseits und explorativen Szenarien oder Prognosen andererseits. Die zitierten Schätzungen Letzterer liegen deutlich über den vorherrschenden normativen Zielen (Netto-Null, 1,5 Grad). Ähnlich fallen die „negativen“ Prognosen der soziologisch-klimatologische Studie und der beiden Energiehistoriker aus: eine Erreichung dieser Ziele erachten sie als äußerst unwahrscheinlich.

Wird der Kippunkteansatz des Erdsystems in ein normatives Szenario eingebaut, erhöht sich c.p. der Handlungsdruck zur Anpassung der Ist-Werte. Daher könnte das explorative Szenario eines sozialen Kippunkteansatzes attraktiv erscheinen.



Hölderlin dichtete zu Ehren des Landsgrafs von Homburg in der Patmos-Hymne: „Wo aber Gefahr ist, wächst das Rettende auch.“ Tipping-Point-Theoretiker interpretierten diese berühmte Sentenz neu im Kontext des Klimawandels.

Die soziologische und die beiden historisch ausgerichteten negativen Prognosen identifizieren jedoch keinen Superhebel-Beschleunigungs-Mechanismus dieser Art auf Ebene der Weltgesellschaft (als letztlich entscheidender Untersuchungseinheit).

Wie wirken sich Erwartungen dieser Art auf die Investitionsbereitschaft in ESG-Produkte aus?

Die Ergebnisse der Studie zum Anlegerverhalten in den USA zeigt, dass höhere

Erwartungswerte hinsichtlich der regenerativen Stromerzeugung mit höheren Rendite- und Sicherheitserwartungen und größerer Investitionsbereitschaft bei Low-Carbon-Geldanlagen einher gehen – dass der Effekt aber stärker ist, wenn keine grüne Präferenz artikuliert wird. Eine solche macht ESG-Investitionen weniger elastisch gegenüber Einschätzungen der Strommixes bzw. von Rendite und Risiko.

Das kann man im Licht des zuvor Gesagten so interpretieren, dass bei nichtgrünen

Präferenzen eher die Prognose (oder ein exploratives Szenario) die Investitionsentscheidung dominiert, während bei grüner Präferenz eher ein normatives Szenario (und eine normative Forderung „2. Ordnung“, dass das Tempo erhöht werden müsse) dominiert.

Weitergehend stellt sich hier die Frage, wie „normative Szenarien“ generell mit Prognosen oder „explorativen Szenarien“ hinsichtlich der Anlegermotivation interagieren. Hier sind auch nichtlineare, paradoxe oder erkenntnisethisch fragwürdige Konstellationen und Verläufe möglich: So etwa, wenn eine viel zu optimistische, in diesem Sinne also „falsche“ Prognose aufrechterhalten wird, um die Motivation zur „Ist-Wert-Anpassung“ nicht zu gefährden. Langfristig besteht hier die Gefahr, dass ein absehbares Nichteintreten bei zu hohen Zielerwartungen oder auch bei eingeschlagenen suboptimalen Wegen gerade im Fall steigender Kosten stärkere Enttäuschungen und kräftigere Gegenreaktionen hervorrufen, als wenn eine zutreffendere oder vorsichtiger Prognose gewählt worden wäre. Aber das ist ein Thema für einen eigenen Artikel..



Euro Anleihen 2026: Mehr Risiko bei Staatsanleihen, mehr Stabilität bei Unternehmen?

Von Dr. Veronika Herzberger, Commerzbank Vermögensverwaltung

Über ein Jahrzehnt lang waren die Kapitalmärkte von niedrigen oder sogar Nullzinsen, expansiver Geldpolitik und einer beispiellosen Jagd nach Rendite geprägt. Für Anleiheinvestoren bedeutete das in der Vergangenheit: Real negative Renditen, kaum Kompensation für Laufzeitriskien und eine liquiditätsgetriebene Rallye bei Risikoassets. Dieses Bild hat sich grundlegend verändert. Trotz Inflation sind die Realrenditen von Unternehmens- und Staatsanleihen in Europa aktuell wieder positiv. (Abb1)

Dabei ist die Verzinsung von bonitätsstarken europäischen Staats- und Unternehmensanleihen auch im direkten Vergleich zu anderen Assetklassen wie europäische Dividententiteln oder Immobilien wieder attraktiv. Anleihen bieten mittlerweile wieder eine Verzinsung auf Niveaus, die zuletzt vor der Finanzkrise 2008 üblich waren – ein Paradigmenwechsel, der Investoren neue Freiräume eröffnet. Stiftungen sind hier ein gutes Beispiel. Im Vergleich zum Niedrigzinsumfeld sind die Zinserträge für die Förderzwecke bei

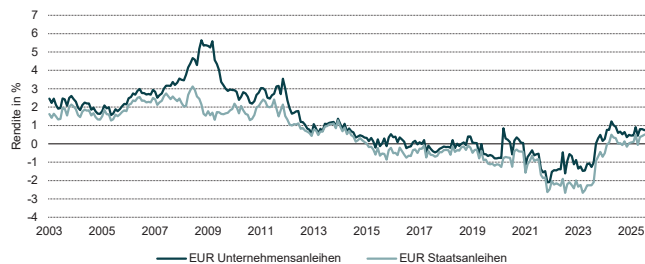
Einstiegskursen um pari nun wieder deutlich höher. (Abb2)

Kaum ein anderer Markt hat sich seit 2020 so stark verändert wie der Anleihemarkt. Geopolitische Schocks, pandemiebedingte Ausgabenprogramme und der abrupte Zinsanstieg haben Spuren hinterlassen – bei Staaten ebenso wie bei Unternehmen. Während staatliche Verschuldung deutlich zunahm, reagierten Unternehmen mit Bilanzdisziplin und robustem Finanzierungs-



Dr. Veronika Herzberger, Head of Fixed Income Solutions, Commerzbank Vermögensverwaltung

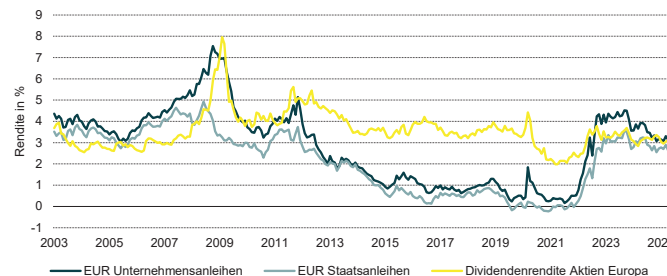
Abb1. Realrenditen wieder positiv



Quelle: Bloomberg LP, Commerzbank, 25.11.2025

Chart: Bloomberg Euro Corporate Index, Bloomberg Euro Government Index

Abb 2. Nominalrenditen können mit Dividendenrendite mithalten



Quelle: Bloomberg LP, Commerzbank, 25.11.2025

Chart: Bloomberg Euro Corporate Index, Bloomberg Euro Government Index, Euro STOXX 50

verhalten. Das Ergebnis ist bemerkenswert: Die Verschuldungskennzahlen der Unternehmen sind rückläufig, Gewinne und Einnahmen sind robust. Die Kreditqualität europäischer Unternehmen – auch sichtbar am Ratingtrend der großen Ratingagenturen – hat sich in den letzten Jahren spürbar verbessert. Herabstufungsserien, wie sie vergangene Zyklen geprägt haben, sind hingegen weitgehend ausgeblieben.



Auf Investorensseite spiegelt sich dieses Vertrauen wider. Die Nachfrage nach Euro Unternehmensanleihen ist ungebrochen, die Neuemissionsvolumina liegen auf historischen Rekordständen. Die Märkte absorbieren das Angebot problemlos. Die Frage liegt daher nahe: Entwickelt sich der Unternehmensanleihemarkt gerade zu einem neuen Safe Haven?

Ein Blick auf die Risikoaufschläge unterstützt diese These. Der Vergleich zwischen Anleihen von Einzelstaaten und großen europäischen Unternehmen fällt mittlerweile häufig zu Gunsten der Unternehmen aus, wie z.B. beim französischen Luxuskonzern LVMH (Moët Hennessy – Louis Vuitton SE), der sich derzeit günstiger refinanzieren kann als der französische Staat. (Abb.3)

Die Risikoaufschläge der Unternehmen sind gegenüber Staatsanleihen auf geringen Niveaus. Die Ursache dafür liegt vor allem auch in der Neubewertung von Staatsrisiken. Während sich die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen zu Staatsanleihen auf historischem Tiefstand bewegen, zeigt sich dieses Bild bei den Risikoaufschlägen zum Referenzzins am Swapmarkt nicht. Dieser Zins (Swapsatz) gilt als „saubere“ Benchmark, weil er näher an echten Finanzierungskosten der Banken liegt, weniger durch Staatshaushalte oder politische Risiken verzerrt ist und damit international vergleichbarer ist. Während der Verschuldungstrend der Unternehmen in der Tendenz rückläufig ist, sehen wir in Europa einen Anstieg der Verschuldung der Staaten, was insbesondere durch höhere

Staatsausgaben begründet ist. Zusätzlich erhöht sich das Angebot von Schuldverschreibungen europäischer öffentlicher Emittenten, wie beispielsweise der EU. Auch außerhalb von Europa sehen wir diese Tendenz; so werden die USA im Jahr 2026 historisch hohe Treasury-Volumina emittieren. Bringt das im Jahr 2026 daher unweigerlich weiteren Druck auf die Anleihemärkte?

Die Erfahrung zeigt: Höhere Staatsverschuldung führt langfristig nicht zwingend zu höheren Renditeniveaus. Stärkere Treiber als das Level der Staatsverschuldung sind Faktoren wie Wachstumsperspektiven, politische Stabilität sowie glaubwürdige Fiskal- und Geldpolitik. Darüber hinaus spiegeln nominale Renditen vor allem Inflationserwartungen wider, die aufgrund von Wachstumsperspektiven, demografischer

Entwicklungen und Stabilität der europäischen Institutionen weiterhin niedrig sind. (Abb.4)

Fazit:

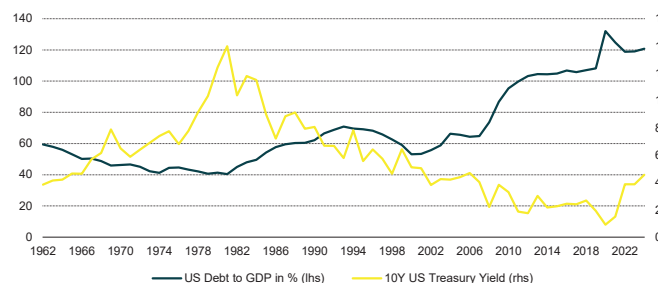
Staats- und Unternehmensanleihen bieten wieder Renditen, die nicht nur für Kaufkraftverlust sorgen, sondern auch wettbewerbsfähig im Vergleich zu anderen Assetklassen sind. Die Fundamentaldaten im Corporate-Segment sind stark. Gleichzeitig bewegen sich Staatsverschuldung und Emissionsvolumina auf Rekordniveaus, ohne dass dies zwangsläufig zu dauerhaft höheren Renditen führen muss. Die Eurozone präsentiert sich stabiler, politisch weniger fragil und makroökonomisch robuster als vielfach angenommen. Vor diesem Hintergrund spricht vieles dafür, dass Unternehmensanleihen bonitätsstarker Emittenten zunehmend die Rolle eines neuen Safe Haven einnehmen können – insbesondere für langfristig orientierte Anleger, die stabile Erträge, niedrige Volatilität und solide Fundamentaldaten schätzen.

Abb.3 Frankreich: Unternehmen(Beispiel LVMH) finanzieren sich aktuell günstiger als der Staat



Quelle: Bloomberg LP, Commerzbank, 25.11.2025

Abb.4 Langfristbetrachtung von Zinsniveau und Staatsverschuldung (USA)



Quelle: Bloomberg LP, Commerzbank, 25.11.2025

Die Commerzbank Vermögensverwaltung stellt Investoren Lösungen im Bereich Unternehmens- und Staatsanleihen bereit und bringt dabei ihre langjährige Expertise in diesen Segmenten ein. Anleihen sind ein zentraler Bestandteil des diskretionären Mandatsgeschäfts sowie auch der Commerzbank Stiftungsfonds. Im Mai hat die Commerzbank zudem zwei institutionelle Publikumsfonds aufgelegt: den „CBK Corporate Bond Selection“, der sich auf Unternehmensanleihen konzentriert, und den „CBK Sovereign Plus Bond Selection“, der für Staatsanleihen konzipiert ist. Mit diesen Fonds erweitert die Bank ihr Angebot und unterstreicht ihre Fachkompetenz im Anleihemarkt.



Aktien 2026: Europa – das leise Comeback

Hans Peter Schupp, Fidecum AG, skizziert die Perspektiven für europäische Aktien im Jahr 2026.

Die vergangenen 15 Jahre waren ein einziger Triumphzug des amerikanischen Aktienmarktes. Mehr Wirtschaftswachstum, größere Ertragsdynamik, Tech-Euphorie und wirtschaftsfreundliche Politik sorgten für anhaltende Kapitalzuflüsse. In deren Folge stiegen sowohl die Aktienkurse als auch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse deutlich an.

In den Strategiepapieren und Anlageausschuss-Sitzungen kam Europa deshalb lange nur noch am Rande vor. Im Vergleich zu den USA galt der alte Kontinent als zu langsam, zu reguliert, zu wenig innovativ. Wer wollte hier schon investieren?

Heute ist Europa im Vergleich zu den USA ungeliebt, unterinvestiert und unterbewertet. Der amerikanische Markt wird im Schnitt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 31 bezahlt, getragen von den großen Technologiewerten. Der STOXX 600 bringt es gerade einmal auf ein KGV von 18 – einfach, weil in ihren Kursen deutlich weniger Erwartung eingepreist ist. Im MSCI World



Hans Peter Schupp ist Vorstand der Fidecum AG und Portfoliomanager des Contrarian Value Euroland Fonds (ISIN: LU0370217092).

kommt Europa nur noch auf etwa 15 bis 16 Prozent. Der Anteil amerikanischer Aktien liegt dagegen bei 72,5 Prozent – eine nie dagewesene Dominanz.

Money Flow: Ein kleiner Markt mit großem Hebel

Wir finden diese Ausgangssituation mit

Blick auf 2026 interessant. Schließlich hat die Ausnahmestellung der USA angesichts von Trumps Abschottungspolitik schon im Verlauf des letzten Jahres einige Risse bekommen. Immer häufiger fragten Analysten und Strategen, ob der Bewertungsabstand zu anderen Märkten, wie Europa, noch gerechtfertigt ist.

Schon kleine Änderungen in der Anlagepräferenz könnten künftig große Auswirkungen haben. Angenommen, internationale Anleger würden nur fünf Prozentpunkte ihrer Aktienanlage von US-Aktien in Europa-Papiere verschieben, hätte dies mit hoher Wahrscheinlichkeit einen deutlichen Einfluss auf die dortigen Aktienkurse. Das Gewicht Europas im MSCI World stiege auf 20 bis 21 Prozent – ein Zuwachs um mehr als 30 Prozent. Es braucht also gar keine weltweite Begeisterung für europäische Firmen. Schon eine moderate Veränderung der Allokation aus Gründen der Diversifikation würde vermutlich ausreichen, um auf diesem mittlerweile vergleichsweise kleinen europäischen Markt eine sichtbare Bewegung auszulösen.

Natürlich müsste dies auch durch fundamentale Veränderungen untermauert werden. Sollten sich die Perspektiven in den USA ein Stück weit eintrüben, könnte Europa vom Randthema zur naheliegenden Alternative im Portfolio werden. Unmöglich ist das nicht.



USA: Innovationsmacht mit wachsendem politischem Risiko

Die Vereinigten Staaten bleiben zwar sicherlich auch im nächsten Jahr der globale Innovationsmotor und die Heimat der wichtigsten Tech-Konzerne. Zugleich steigt dort aber auch die politische Volatilität: Handelskonflikte, Zölle, Sanktionen, präsidiale Dekrete, aggressive Migrationspolitik.

„America First“ mag einzelne Branchen stützen, erzeugt aber auch Unsicherheit über Wertschöpfungsketten, Standortentscheidungen und Fachkräfteangebot. Im Niedriglohnsektor werden gerade die Arbeitskräfte verdrängt, auf die das System seit Jahren bauen konnte. Gleichzeitig wird das Angebot an qualifizierten Kräften eingeschränkt: Universitäten geraten zunehmend unter politischen Druck, Fördergelder werden gekürzt oder gestrichen, wenn eine Hochschule als nicht linientreu gilt. Für ausländische Fachkräfte wird der Weg über Visa, Steuern und Bürokratie erschwert.

Hinzu kommt eine Zollpolitik nach Gutdünken: Zölle werden gesetzt, erhöht oder wieder heruntergenommen, wenn es gerade in die politische Strategie passt. Dahinter stehen weniger ökonomische Kalküle als wechselnde Ziele – und genau das macht die Folgen für Preise, Lieferketten und Standorte unkalkulier-

bar. Dazu passt das offene Interesse an einem möglichst schwachen Dollar: Es hilft der amerikanischen Exportindustrie, lässt aber für internationale Anleger den Wert ihrer US-Investments in der Heimatwährung schrumpfen.

Der deutliche Bewertungsaufschlag, den Investoren US-Aktien lange Zeit für Dynamik, Stabilität und Qualität eingeräumt haben, wirkt vor diesem Hintergrund weniger gut untermauert. Politisches Risiko und Währungsrisiko rücken vom Kleingedruckten in den Haupttext vieler Analysen.

Hinter dem Krisenbild: Europas unterschätzte Robustheit

Derweil verbessert sich die Situation in Europa langsam, aber stetig. Noch immer hängen viele Anleger dem Bild vom „kranken Mann Europa“ an. Jahrzehntlang stand der Kontinent auch tatsächlich für Stagnation, Krisen und Reformstaus. Unter der Oberfläche hat sich aber in den vergangenen Jahren einiges verändert. Europa hat Finanz- und Eurokrise, Pandemie und Energiepreisschock überstanden, ohne auseinanderzufallen. Die Arbeitslosigkeit im Euroraum liegt auf historischen Tiefstständen, Ungleichheit und Armutsquoten sind bedeutend niedriger als in den USA, die Gesundheitssysteme leisten mehr für weniger Geld. Die Politik ist werteorientiert und weniger erratisch. Und nun

sorgen auch noch das deutsche Infrastrukturpaket und die massiven Investitionen in Verteidigung für einen Nachfrageschub.

In einer Welt, in der Unsicherheit dominiert, ist das kein schlechter Ausgangspunkt. Europäische Unternehmen überzeugen durch erprobte Geschäftsmodelle und leben weniger von großen Versprechen. Ihre Ertragsprofile sind überschaubarer und nachvollziehbarer als die großen Wachstums-Stories der USA und die Dividendenrendite ist höher – 3 Prozent im Vergleich zu 1 Prozent. Das ist nicht spektakulär – kann aber in einem Umfeld, in dem die Rendite wieder stärker gegen das Risiko abgewogen wird, ein Vorteil sein.

Europe 2026: Eine Diversifikationsstory

Wenn ein dominierender Markt nicht mehr ganz so außerordentlich ist wie gewohnt und ein vernachlässigter Markt sich etwas verbessert, kommen Kapitalströme oft in Bewegung. 2026 spricht einiges dafür, dass internationale Investoren die Gewichtungen in ihren Portfolios adjustieren: eine Nuance weniger Amerika, eine Nuance mehr Europa. Dieser Geldstrom kann den europäischen Aktienmarkt stärker bewegen, als es jede politische Rede aus Brüssel vermag.

„Europa – das leise Comeback“ bedeutet daher nicht, die strukturellen Probleme des

Kontinents zu negieren. Es ist Ausdruck unserer Überzeugung, dass Teile des internationalen Risikokapitals künftig dorthin verlagert werden, wo Bewertungen niedriger, Cashflows berechenbarer und die politische Dramaturgie etwas weniger operettenhaft sind. Für die große Schlagzeile mag das nicht taugen. Für langfristige Anleger könnte es aber genau richtig sein.

Unser Investment-Ansatz

Seit 25 Jahren folgt der Contrarian Value Euroland Fonds (ISIN: LU0370217092) konsequent dem Grundsatz, in unterbewertete europäische Unternehmen mit solidem Geschäftsmodell und langfristigem Potenzial zu investieren. Wir agieren wie Unternehmer, die eine ganze Firma erwerben würden – und sind bereit, uns, wenn nötig, gegen die Marktmeinung zu stellen.

Der Autor:

Hans Peter Schupp, Vorstand der Fidecum AG und Portfoliomanager des Contrarian Value Euroland Fonds.



Beyond Production — Energie ganzheitlich denken, Chancen nutzen

*Zukunftsfähige Infrastruktur: Batteriespeicher und Offshore-Wind gewinnen Relevanz für Renewables-Strategien.
Von Dr. Nicole Arnold, Commerz Real*

„Es geht heute nicht mehr nur um Energie-Erzeugung, sondern um ganzheitliche Energie-Infrastruktur. Batteriespeicher und Offshore-Wind werden für die nächste Phase der Energiewende eine zentrale Rolle spielen. Daraus ergeben sich schon jetzt Investment-Chancen.“

Die Energiewende ist in vollem Gange – und wird immer komplexer. Mit der Elektrifizierung von Mobilität, Wärmeversorgung und Industrie steigt nicht nur der Bedarf an erneuerbarem Strom. Es wird auch immer wichtiger, diesen Strom zuverlässiger zu erzeugen, zu speichern und zu verteilen. Zwei Segmente verdienen dabei besondere Beachtung: Batteriespeicher und Offshore-Windenergie. Beide bieten sowohl für das Gelingen der Energiewende als auch als Investmentstrategien großes Potenzial.

Batteriespeicher: Schwankungen abfedern, Erlöse stabilisieren

Wenn Sonne und Wind Strom erzeugen, dann oft in großen Mengen – aber nicht immer dann, wenn er gebraucht wird. Batterie-



riespeicher schaffen Flexibilität, indem sie überschüssigen Strom aus Erneuerbaren zwischenspeichern und gezielt wieder abgeben, wenn Nachfragespitzen oder höhere Marktpreise bestehen. Damit verbessern sie die Netzstabilität und erhöhen die Grundlastfähigkeit, indem sie volatile Einspeisepprofile glätten.

Lange Zeit waren große Batteriespeicherkapazitäten zu teuer. Doch technologische Fortschritte und sinkende Kosten haben ihnen zum Durchbruch verholfen. Batterie-



*Dr. Nicole Arnold
Mitglied des Vorstands,
Commerz Real*

speicher etablieren sich als unverzichtbarer Bestandteil moderner Energieinfrastruktur.

Auch aus Investorensicht eröffnen sich damit neue Perspektiven, sowohl als Stand-alone-Lösungen als auch durch die Kombination mit bestehenden Solar- oder Windparks unter Ausnutzung desselben Netzanschlusses. So lässt sich nicht nur die Versorgungssicherheit erhöhen, sondern auch die Wirtschaftlichkeit deutlich verbessern – etwa durch Arbitrage-Erlöse zwischen Erzeugung und Einspeisung.

Offshore-Wind: Leistungsträger auf hoher See

Auf See bläst der Wind – im Jahresdurchschnitt betrachtet – kräftiger und konstanter als an Land. Das macht Offshore-Windparks zu verlässlichen und leistungsfähigen Stromlieferanten. Moderne Anlagen erreichen Leistungen von über 10 MW – mehr als doppelt so viel wie vergleichbare Windräder an Land. Die See bietet zudem mehr Ausbaupotenzial: Während an Land geeignete Flächen hierzu häufig bereits bebaut und somit knapp sind, bieten Nord- und Ostsee noch Raum für neue Kapazitäten, die für die Energiewende benötigt werden.

Bau und Betrieb sind technisch anspruchsvoll. Wer jedoch Zugang zu operativen Projekten mit stabilen Einspeiseprofilen hat, kann von stabilen und langfristig gut planbaren Cashflows profitieren.

Lesen Sie mehr dazu in unserer aktuellen Whitepaper-Serie „Mit der Zukunft verbunden – Infrastruktur im Wandel“





Jeder Euro für Nachhaltigkeit und Klimaschutz spart Folgekosten

Bemühungen um die sozial-ökologische Transformation haben weiterhin mit starkem Gegenwind zu kämpfen. Viele Maßnahmen werden zurückgedreht, wichtige Projekte, etwa im Klimaschutz, gestoppt. Milliarden schwere Investitionen in die Zukunftsfähigkeit unserer Gesellschaften bleiben aus. Spätestens mittel- bis langfristig ist dies Gift für die Wirtschaft – und für unsere Demokratien.

Von Julius van Sambeck, Ethius Invest

Gegen Projekte und Maßnahmen für Nachhaltigkeit und den Klimaschutz werden seit einiger Zeit besonders gerne ökonomische Argumente ins Feld geführt. So heißt es immer wieder, diese seien zu teuer, nicht leistbar, schädeten den Unternehmen und gefährdeten die Wettbewerbsfähigkeit von Industrien, Volkswirtschaften und Wirtschaftsräumen. Doch diese Sichtweise verkennet eine zentrale Wahrheit: Die Kosten des Nicht-Handelns sind massiv. Sie übersteigen diejenigen der erforderlichen Investitionen bei Weitem.

Investitionen in den Klimaschutz sind ein Gebot der Vernunft

Dies belegt beispielsweise eine Studie, die 2024 im Wissenschaftsmagazin Nature veröffentlicht wurde. Den Erkenntnissen zufolge übersteigen die Schäden, die bis 2050 als Folge des Klimawandels zu erwarten sind, bereits heute – das heißt unabhängig von künftigen Emissionsentscheidungen –



*Julius van Sambeck,
Managing Director
des auf nachhaltige
Investments spezia-
lisierten Schweizer
Vermögensmanagers
und Fondsinitiators
Ethius Invest*

die Kosten für Maßnahmen zur Begrenzung der globalen Erwärmung um das Sechsfache. Dies heißt mit anderen Worten: Jeder investierte Euro in den Klimaschutz hilft mittel- und langfristig, ein Vielfaches an denjenigen Kosten zu vermeiden, die durch Extremwetter, Ernteausfälle, Gesundheits-

belastungen und Zerstörung von Infrastruktur entstehen.

Erneuerbare Energien – ein besonders deutliches Beispiel

Die Logik der Kosten des Nichthandelns zeigt sich bei den erneuerbaren Energie

nochmals besonders deutlich. Für Deutschland untersuchte dies beispielsweise das Fraunhofer Institut für Solare Energiesysteme. In einer 2024 veröffentlichten Studie zu den Stromgestehungskosten erneuerbarer Energien wird detailliert dargelegt, wie sich die Kosten bei Photovoltaik, Windenergie, Biomasse und Biogas sowie Braun- und Steinkohle, Erdgas, wasserstoffbetriebene Gasturbinen wie auch Kernkraft aktuell darstellen und welche Entwicklung bis 2045 zu erwarten ist. Die Untersuchung zeigt deutlich: Bereits heute vermögen es vor allem die Photovoltaik und insbesondere die Windenergie, kostengünstiger zu produzieren als etwa die fossilen Energien. Bei der Kernkraft sind die Kosten besonders schwierig zu kalkulieren, wobei in den Szenarien der Studie etwaige Folgekosten dieser Risikotechnologie und die Endlagerung noch nicht einmal berücksichtigt wurden. Der heute festzustellende Trend wird sich der Untersuchung des renommierten Instituts zufolge bis 2045 weiter fortschreiben:



Für erneuerbare Energien sind in Deutschland weiter fallende Kosten zu erwarten.

Fallbeispiel USA: gestoppte Windenergie-Projekte

Umso unverständlicher sind Entwicklungen vor allem in den USA, die nicht nur für den Klimaschutz desaströs sind, sondern auch das für unsere Gesellschaften und Demokratien so wichtige Vertrauen in Rechtsstaatlichkeit zu unterminieren drohen. Denn dort werden zunehmend Großprojekte im Bereich der erneuerbaren Energien gestoppt, die bereits Genehmigungsverfahren durchlaufen haben und sich auf dem Weg zur Inbetriebnahme befinden.

So ist zu [lesen](#), dass sich derzeit 17 demokratisch regierte US-Bundesstaaten gegen die Aussetzung von Windenergieprojekten durch die Trump-Administration zur Wehr setzen müssen. Und es gibt weitere Beispiele, nicht nur aus den USA, sondern beispielsweise auch aus Alberta, wo die Wirtschaft ganz besonders von fossilen Energien abhängt. In dem kanadischen Bundesstaat gab es beginnend mit August 2023 ein siebenmonatiges Moratorium für neue Genehmigungen von Projekten in erneuerbare Energien.

Die Fälle ähneln sich, denn die Baustopps, Moratorien und anderweitigen Verzögerungsmaßnahmen führen zu rechtlicher Unsicherheit, teilweise enormen finanziellen und

operativen Risiken und unterminieren den ökologisch erforderlichen und ökonomisch sinnvollen Ausbau der erneuerbaren Energien. So warnt etwa der Gründer und Berater im Bereich grüner Technologien Michael Barnard, dass derartige politische Eingriffe nicht nur dem Sektor der erneuerbaren Energien schaden, sondern das grundlegende Vertrauen in die Vertragstreue und Rechtsstaatlichkeit insgesamt erschüttern.

Ideologische Motive mit weitreichenden Folgen

Populistische konservative Regierungen sehen aus Michael Barnards Perspektive einen politischen Vorteil darin, sich gegen erneuerbare Energien zu stellen. Sie ergriffen Maßnahmen, die sich auf Projekte auswirkten, nachdem Verträge unterzeichnet und Finanzierungen zugesagt wurden. Sie rechtfertigten ihre Eingriffe mit weit gefassten, manchmal nebulösen, Begründungen und die Entwickler und Finanzierer blieben auf den Kosten sitzen. Eine Folge davon sei eine anhaltende Zurückhaltung bei ausländischen Investoren. Besonders alarmierend aber sei, so Michael Barnard, dass dann, wenn derartige Projekte aus rein ideologischen Gründen gestoppt werden, kein Vertrag mehr vor politischer Einflussnahme sicher sei. Wenn Regierungen Verträge missachten und damit faktisch Kapital zerstören, erschüttere dies genau dasjenige Vertrauen, das notwendig sei,

um die erforderlichen Mittel für eine zukunfts-feste Infrastruktur zu mobilisieren.

Erneuerbare Energien weltweit auf Wachstumspfad

Dies alles klingt nicht sehr ermutigend. Dabei gibt es auch gute Nachrichten und Entwicklungen – gerade im Bereich der erneuerbaren Energien. Denn aufgrund der sinkenden Kosten und der dadurch gestiegenen und – wie oben beschrieben – voraussichtlich weiter steigenden Wettbewerbsfähigkeit wie auch durch technologische Innovationen und eine zunehmende Akzeptanz verzeichnen regenerative Energien nach Zahlen des [Weltenergieerats](#) seit einigen Jahren einen immensen Kapazitätszuwachs. Etwa 80 Prozent des Zubaus entfielen zuletzt auf die Erneuerbaren. Die installierte Leistung der Windenergie beispielsweise vervierfachte sich binnen elf Jahren. Die Photovoltaik-Leistung nahm im gleichen Zeitraum sogar um den Faktor 21 zu.

Es bleibt also zu hoffen, dass die Gegenkräfte, mit denen Maßnahmen und Projekte für die erforderliche sozial-ökologische Transformation zunehmend zu kämpfen haben, den grundsätzlich positiven globalen Entwicklungen bei den Erneuerbaren Energien nicht weiter das Wasser abzugraben vermögen. Und es bleibt darauf hinzuwirken, dass mehr Vernunft und Rationalität in die

Bewertung dessen einfließt, worüber wir im Zusammenhang mit (Investitionen in) Nachhaltigkeit und Klimaschutz diskutieren.

Stabilere Energiepreise, gesündere Lebensbedingungen und eine intakte Umwelt

Denn es wird immer klarer: Wer in erneuerbare Energien, Energieeffizienz, Gesundheitsinfrastruktur oder Umweltschutz investiert, sichert sich mittel- und langfristig stabile Renditen. Projekte, die heute gestoppt werden, verursachen nicht nur kurzfristige Verluste, sondern erhöhen das Risiko zukünftiger wirtschaftlicher Schäden. Unsere Marktwirtschaften und Demokratien profitieren von einer strategischen Ausrichtung auf Nachhaltigkeit.

Unternehmen, die frühzeitig auf saubere Energie, Ressourceneffizienz und Klimaschutz setzen, können Kosten sparen, Innovationen treiben und Wettbewerbsvorteile sichern. Gesellschaftlich bedeutet dies stabilere Energiepreise, gesündere Lebensbedingungen und eine intakte Umwelt. Die Botschaft ist klar: Investitionen in Nachhaltigkeit sind keine Kosten, sondern unverzichtbare Vorsorge für eine wirtschaftlich und gesellschaftlich lebensfähige Zukunft. Wer jetzt handelt, sichert wirtschaftliche Stabilität, Innovationskraft und gesellschaftlichen Wohlstand. Wer zögert, zahlt die Rechnung später – in Milliardenhöhe und mit spürbaren sozialen und ökologischen Schäden.



Stiftungsvermögen zukunftssicher anlegen: ESG, nachhaltige Fonds und Private Markets als strategische Bausteine

Stiftungen stehen vor einer Zeitenwende: ESG wird vom Schlagwort zur Pflicht, Private Equity vom Nischenprodukt zum strategischen Baustein. Wer heute klare Anlagerichtlinien setzt, Ausschlüsse konsequent umsetzt und Impact messbar macht, sichert nicht nur Rendite und Substanz, sondern gestaltet Zukunft. Governance, Transparenz und Due Diligence sind dabei keine Kür – sie sind das Fundament für Wirkung und Vertrauen. Von François Baumgartner, Finanzredakteur Fuchsbriefe

ESG bleibt relevant

Eine repräsentative Befragung von 1.500 Unternehmensentscheidern durch Civey und die TU Dresden zeigt: ESG ist keineswegs ein Auslaufmodell, sondern gewinnt an strategischer Bedeutung. 44 % der Befragten bewerten ESG-Kriterien als wichtig für ihr Unternehmen, fast die Hälfte sieht eine steigende Relevanz in den letzten fünf Jahren. Besonders im Fokus stehen Energieeffizienz (47,1 %), erneuerbare Energien (33,1 %) und CO₂-Reduktion (31,8 %). Gesellschaftspolitische Themen wie Demokratie- und Minderheitenschutz werden zwar als relevant erkannt, bleiben jedoch leider in der praktischen Umsetzung noch zurückhaltend. Die Ergebnisse der Studie zeigen kurzum auf: ESG wird zunehmend rationalisiert. Und zwar vor allem als betriebswirtschaftlich sinnvolles Instrument zur Risikominimierung und Innovationsförderung. Gleichzeitig

steigt aber ebenso der Transparenzdruck.

Die Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) verpflichtete bereits große Unternehmen in Welle 1, erstmals für das Geschäftsjahr 2024 nach ESRS zu berichten. Weitere Wellen wurden politisch gestreckt, der Grundsatz bleibt: vergleichbare, prüfbare Nachhaltigkeitsdaten. Für Stiftungen bedeutet das bessere Datenzugänge auf Emittenten- und Manager-Ebene – und höhere Erwartungen an die



François Baumgartner, MBA, ist Diplom-Volkswirt und Finanzredakteur der FUCHS | RICHTER Prüfinstanz

eigene Berichtsfähigkeit gegenüber Gremien und Öffentlichkeit. Gleichwohl machen weitere internationale Studien deutlich: Auch wenn die ESG-Adoption hoch bleibt, neh-

men Wahrnehmungen von „Backlash“ regional stark zu.

Anlagerichtlinien

Nachhaltig orientierte Stiftungen übersetzen Werte in Regeln. Relevante Ausschlüsse betreffen nicht selten fossile Energien und Atomkraft, Rüstung und Tabak, Glücksspiel sowie Unternehmen mit Menschenrechtsverstößen. Positivkriterien lenken Kapital in erneuerbare Energien, Kreislaufwirtschaft, Wasser, Gesundheit und Bildung. Richtlinien sichern Diversifikation und definieren Bandbreiten. Diese können beispielhaft wie folgt aussehen: Liquidität 5 bis 70 %, Anleihen 0 bis 70 %, Aktien/Beteiligungen 0 bis 40 %, alternative Anlagen 0 bis 20 %. Spekulative Produkte sind tabu, Derivate dienen nur der Absicherung. Anlageausschüsse überwachen sodann quartalsweise Performance, Risiken und ESG-Konformität.



Greenwashing und Governance

Nachhaltig ausgerichtete Stiftungen prüfen Prozesse und verlangen Daten: CO₂-Fußabdruck, Impact-Reports, Kontrollversen-Checks. Sie gewichten Ratings und Gütesiegel, verlassen sich aber nicht blind auf Labels. Sie testen Konsistenz: Stimmen Ausschlüsse mit Beständen überein? Sind Übergangspläne glaubwürdig? Governance und Vergütungssysteme müssen ESG-Zielen entsprechen.

Nachhaltig denkende Boards verankern folglich Vier-Augen-Prinzip, Interessenkonflikt-Regeln und Kickback-Verbote. Anlageausschlüsse definieren Rebalancing-Schwellen, prüfen Kosten und legen Eskalationsstufen fest – bis hin zum Desinvestment. Richtlinien werden jährlich überprüft und angepasst. So entsteht ein System, das Innovation zulässt, ohne Substanzerhalt und Liquidität zu gefährden.

Private Equity

Starinvestor Warren Buffet bringt es gut auf den Punkt, wenn er feststellt: „Diversifizierung ist ein Schutz vor Unwissenheit, ein Eingeständnis, dass man die Unternehmen, die man besitzt, nicht kennt.“ Umso wichtiger ist Transparenz und zu wissen in was man investiert. Vor allem Private Equity erweitert das Rendite-/Risiko-Profil über illiquide Prämien und thematische Chancen. Stiftungen nutzen

diese Bausteine, wenn freie Rücklagen und Liquiditätsbudget stehen. Sie akzeptieren Kapitalbindung über 8 bis 12 Jahre, steuern die J-Curve und diversifizieren über Vintages und Manager. ESG wird vertraglich verankert: Screening-Logiken, Audit-Rechte, Korrekturmechanismen.

Venture Capital

In der Finanzwissenschaft gilt jede Unternehmensgründung als Wohlfahrtsgewinn an sich. Denn das Angebot eines Unternehmens basiert zunächst auf Blaupausen und Erfindergeist. Treffen Angebot und Nachfrage schließlich zusammen, werden alle Blaupausen bis zum Markträumungspreis realisiert, die dazugehörigen Produkte und Dienstleistungen verkauft. Venture Capital öffnet die Tür zu Cleantech, Kreislaufwirtschaft und Gesundheitstechnologien. Die Chancen steigen mit strenger Due Diligence: Technologie-Reife, Team-Qualität, Marktzugang. Aber: VC trägt höhere Ausfallraten, Investments in Blindpools sollte man insbesondere als Non-Profit Organisation unterlassen. Stiftungen steuern folglich das Risiko mit Portfolio-Breite und realistischem Exit-Horizont.

Reporting als Werttreiber

Im Optimalfall gilt: ESG schafft die Statik, Private Equity die Dynamik. Stiftungen verbinden beides mit klaren Regeln, Manager-Selektion

und prüfbaren Zielen. CSRD erhöht die Datenqualität, Studien zeigen ESG als strategischen Treiber. Wer Governance stärkt, Liquidität plant und Wirkung messbar macht, sichert Substanz, steigert Resilienz und erfüllt den Stiftungszweck überzeugend. Auch wenn viele Stiftungen nicht berichtspflichtig sind, profitieren sie von Standardisierung. Sie verknüpfen Performance, Risiko und Impact nachvollziehbar und schaffen Vergleichbarkeit. Sie zeigen, wie Ausschlüsse und Engagement auf den Stiftungszweck einzahlen. Damit liefern sie, was Gremien erwarten: belastbare Daten und konsistente Umsetzung.

Nachhaltige Kapitalanlage ist für Stiftungen kein Trend, sondern eine strategische Notwendigkeit. Die Integration von ESG-Kriterien schützt vor Reputationsrisiken, sichert langfristige Erträge und ermöglicht die Erfüllung des Stiftungszwecks über die Kapitalanlage hinaus. Wer klare Richtlinien umsetzt, Transparenz wahrt und auf wirkungsorientierte Investments setzt, verbindet ökonomische Stabilität mit gesellschaftlicher Verantwortung – und macht das Stiftungsvermögen zukunftssicher.

Fazit

Stiftungen priorisieren drei Ebenen: Richtlinie, Umsetzung, Kommunikation. Wer diesen Dreiklang pflegt, nutzt ESG als Wettbewerbs-

vorteil, erschließt Private-Markets-Chancen verantwortungsvoll und bleibt jederzeit entscheidungsfähig. Die Richtung ist klar: Datenqualität steigt, Standards konsolidieren sich, ein Wirkungspfad wird prüfbar.

Der Stiftungsmanager des Jahres, die TOPs im Raum Dach oder der Report Nachhaltigkeit im Private Banking – allesamt vom Verlag Fuchsbriefe, werden jedes Jahr veröffentlicht. Auch das macht Transparenz und Beratungsqualität in der Vermögensverwaltung messbar. Die Publikationen unterstützen Stiftungen, Privatpersonen und Unternehmer bei der Auswahl qualifizierter Anbieter und setzen durch unabhängige Marktanalysen entscheidende Impulse für mehr Sichtbarkeit, Transparenz und Substanz in der Branche. Und darauf kommt es in diesen Zeiten an.



Geldregen für Regenwälder oder Nebel für Sponsoren?

Der Tropical Forest Investment Fund der Tropical Forest Forever Facility

Auf der Weltklimakonferenz vom 10. bis 21. November 2025 im brasilianischen Belém wurde ein schon länger entwickeltes und diskutiertes Finanzierungsvorgehen der breiten Öffentlichkeit vorgestellt, das dem Rückgang der immergrünen Waldregionen der Erde entgegenwirken soll: Die „Tropical Forest Forever Facility“ (TFFF). Das Instrument soll als Kompensation gedachte Zahlungen an tropische Länder mit Regenwäldern ermöglichen, die nachweisbar Leistungen zum Schutz dieser Waldflächen erbringen. Das hierfür erforderliche Kapital wird in einem von der TFFF rechtlich und operativ getrennten „Tropical Forest Investment Fund (TFIF)“ verwaltet. Wir schauen uns im Folgenden die Fondskonstruktion etwas näher an.

Finanzierungsseite des TFIF

Die Finanzierung des TFIF basiert auf einem Blended-Finance-Modell, einer Mischfinanzierung durch sogenannte Sponsoren einerseits und Investoren am regulären Kapitalmarkt andererseits. Dabei soll die Sponsoren-Tranche nach Plan auf 25 Mrd. USD (20% des Fondskapitals) ansteigen, die Kapi-

talmarkt-Tranche auf 100 Mrd. USD (80% des Fondskapitals), so dass sich das Fondsvolumen insgesamt auf 125 Mrd. USD beläuft. Ein zeitliches Ziel wird nicht genannt. Der Fonds soll sich aber perspektivisch nach 40 Jahren Fremdfinanzierung aufgrund des bis dahin akkumulierten Kapitals vollständig selbst finanzieren können.

Sponsoren

Als Sponsoren sind vor allem Staaten angesprochen, große Stiftungen oder auch andere philanthropische Geldgeber. Sponsoren können in verschiedenen Formen zur Finanzierung des TFIF beitragen, so dass eine gewisse Wahlmöglichkeit besteht: Eingezahltes Eigenkapital (Paid-in Equity); nachrangige langfristige, festverzinsten Darlehen (40 Jahre); nachrangige Anleihen mit potenzieller Umwandlung in Eigenkapital - zinsfrei oder verzinslich mit Verlustbeteiligung (Sponsor Capital Notes); Garantien.

Investoren am Kapitalmarkt

Als Anleger auf dem regulären Kapitalmarkt werden vor allem institutionelle Investoren





wie Pensionsfonds, Versicherungen oder Staatsfonds angesprochen. Für diese Gruppe emittiert der Fonds international handelbare, vorrangige Anleihen mit einem Zinssatz, der dem Kupon von Papieren guter Bonität entsprechen soll. In **Concept Note 2.0** des TFFF ist von einem Risiko, das möglichst AAA entsprechen soll, für diese Senior-Anleihen die Rede. In **Concept Note 3.1** ergibt die Eingabe „AAA“ in die Suchmaske kein Finde-Ergebnis mehr, man hat offenkundig die expliziten „AAA“-Bezüge gestrichen.

Fonds-Portfolio

Der TFIF investiert die bei Sponsoren und am Kapitalmarkt „eingesammelten“ Gelder in liquide, öffentlich gehandelte Unternehmens- oder Staatsanleihen mit einem Rating von BB und BB+. D.h., die Anleihen sind „Non-Investment Grade“ bzw.: „Spekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage ist mit Ausfällen zu rechnen“. Es ist beabsichtigt, einen Großteil des eingeworbenen Kapitals global diversifiziert in Bonds aus Schwellen- und Entwicklungsländern anzulegen. Investments, die den Nachhaltigkeitszielen des Fonds widersprechen, sollen ausgeschlossen werden.

Ein TFIF-Board legt die Anlagepolitik fest, umgesetzt wird sie von einem Chief Investment Officer sowie externen Asset-Managern.

Ziel ist es, ein Portfolio aufzubauen, das sowohl die jährlichen Auszahlungen an die Be-

zugsberechtigten (Forest Payments) finanzieren als auch genügend Mittel für Verwaltung, Risikopuffer, Rücklagen und Finanzierungskosten generieren kann.

Hierbei muss insbesondere die Differenz zwischen den Zinsen, die der Fonds am Kapitalmarkt für die emittierten Investment-Grade-Anleihen zu zahlen hat, und der Rendite, die das BB-Portfolio generiert, ausreichend groß und auch stabil sein. Um das zu erreichen, setzt der Fonds auf eine Konstruktion, die das Risiko für die Senior-Anleger am Kapitalmarkt hinreichend weit absenken soll. Hierfür ist das (Hebel-) Verhältnis von Junior- zu Seniortranche entscheidend.

Junior- und Senior-Tranche

Der wesentliche Unterschied zwischen den beiden Tranchen ist, dass das Sponsor-Kapital im Fall von problematischen Wertverlusten des Fonds nachrangig behandelt wird (Junior), während die Kapitalmarktinvestoren vorrangig bedient werden (Senior).

Die Hauptfunktion der staatlichen und anderweitigen Sponsoren ist die Reduktion des Risikos für die Kapitalmarkt-Investoren, bzw. die Ermöglichung genügender Nachfrage am Kapitalmarkt nach jenen Anleihen, die der TFIF ausgibt.

Die Juniortranche soll damit für die Seniortranche das Risiko des Fonds von BB auf möglichst sicheres Rating „transformieren“;

sie soll also aus Non-Investment-Grade ein Investment-Grade mit hoher Sicherheit machen. Hierfür muss die Junior-Tranche mögliche Verluste des Fonds durch „Opfer“ soweit abfedern können, dass die Institutionellen Investoren (Senior) ausreichend geschützt sind (siehe weiter unten). Zugleich liegen etwaige Zinszahlungen an die Sponsoren eher im „risikolosen“ Bereich und damit weit unter dem Risiko, das sie übernehmen. Denn die Pufferfunktion setzt voraus, dass sie für ihr Risiko bei Weitem nicht adäquat entgolten werden.

Für die Finanzierung der Senior-Tranche sind zwei Emissionsmodelle möglich: eine unbesicherte und eine besicherte Variante. Bei „unsecured Options“ begibt der TFIF die vorrangigen Anleihen direkt und hält das Vermögensportfolio in seiner Bilanz. Im zweiten Fall wird eine speziell geschaffene Einheit (Special Purpose Vehicle) Asset-Backed Securities ausgeben, also vorrangige Anleihen, die durch ein separates Vermögensportfolio besichert sind.

Der Hauptunterschied der beiden Varianten besteht in diesem Kontext im erforderlichen Eigenkapitalanteil der Junior-Tranche. Im einfacheren und kostengünstigeren unbesicherten Fall der Senior-Tranche muss der Eigenkapitalanteil in der Junior-Tranche sehr hoch sein (über 2/3). Im aufwendigeren und teureren besicherten Fall kann das Junior-Kapital der Sponsoren auch in den anderen

Formen, etwa als Darlehen, bereitgestellt werden. Dieser Punkt scheint noch nicht abschließend geklärt zu sein, vielmehr wartet man noch ab, in welcher Form die Sponsoren das Junior-Kapital bereitstellen wollen.

Risiken für Kapitalgeber

Um die Risiken des Fonds besser quantifizieren zu können, wurden mit BB/BB+-Portfolios Simulationen durchgeführt, deren Ergebnisse in einfachster Form sowohl in Concept Note 2.0 wie auch in 3.1. referiert werden. Der J.P. Morgan EMBI Global Spread – der die Differenz der Rendite zwischen Schwellenländeranleihen und US-Staatsanleihen misst – wurde als Benchmark-Portfolio verwendet.

Eine historische Analyse über 20 Jahre des EMBI ergab: In 532 Tagen (von 5400 Tagen) wäre der Portfoliowert unter 90% gefallen; in 216 Tagen unter 85%; in 100 Tagen unter 75% – der letztere Fall ausschließlich während der Finanzkrise 2008/09. Bei einem Anteil der Junior-Tranche von 20 Prozent hätte das bedeutet, dass das Senior-Kapital nur in der Finanzkrise mit Disruptionen hätte rechnen müssen. Die nicht allzu langen Abschnitte für Unterschreitungen der 90er Schwelle werden für das Junior-Kapital als hinnehmbares Risiko gedeutet.

Eine etwas differenziertere Analyse des Risikos für das Junior-Kapital ergibt sich aus Monte-Carlo-Simulationen mit BB/BB+-Port-



folios, für die unterschiedliche ODA-Anleihen-Anteile unterstellt wurden – ODA sind Länder, die für Instrumente der Official Development Assistance qualifiziert sind. Die Simulationen erbrachten folgende Risiken für das Junior-Kapital:

Bei 100-Prozent ODA-Anleihen im Portfolio: 10,58% Wahrscheinlichkeit für Kuponverluste; 1,14% Wahrscheinlichkeit für Kapitalverluste. Bei 90 Prozent ODA: 7,58% / 0,68%. Bei 75 Prozent: 4,48/0,24 Prozent. Das Risiko sinkt also erwartungsgemäß, je geringer der ODA-Anteil und je höher damit die Qualität des Portfolios ist.

Forest Payments und Rendite

Die vom Fonds finanzierten jährlichen Forest Payments sind abhängig von nachgewiesenen Leistungen beim Regenwald-Flächenschutz – worauf wir hier nicht näher eingehen. Nur so viel: Mindestens 20 Prozent der Zahlungen sollen über einen dedizierten Fonds an Indigene und lokale Gemeinschaften gehen.

Man erwartet, dass sich die insgesamt aufzubringenden jährlichen Zahlungen an die Empfangsberechtigten auf rund 2 Milliarden USD (bei Kapital in Höhe von 125 Mrd. also 1,6 Prozent) belaufen wird. Wird dieser Betrag nicht erreicht, fallen die Zahlungen entsprechend geringer aus. Zudem sollen möglichst Reserven gebildet werden, die als Puffer im

Falle von Wertverlusten dienen und die langfristige Zahlungsfähigkeit sicherstellen sollen. Hinzu kommen weitere Kosten.

Die vom Fondsportfolio insgesamt zu generierende Mindestrendite wird in den Concept Notes als Spread über (sicheren) US-Staatsanleihen in Basispunkten Bp (bzw. in Prozentpunkten Pp=Bp/100) ausgedrückt. Das impliziert, dass für die Senior-Anleihen des Fonds eine ähnliche Sicherheit unterstellt wird.

Die Spread-Komponenten sind:

Für die Forest Payments als eigentlichem Zweck des Fonds wird mit 160 Basispunkten (oder 1,6 Prozentpunkten) gerechnet.

Die Schätzungen zu den Finanzierungskosten streuen stark: Sie sollen 42 bis 140 Basispunkte betragen.

Für die Betriebskosten des Fonds (CFO, CIO, Sekretariat, Verwaltung, Risikomanagement) werden 15–25 Basispunkte des Portfolios veranschlagt. Dieser Wert ist stark abhängig von der gewählten Ausgabe-Form der Anleihen: die unbesicherte Variante soll mit 7 Bp zu Buche schlagen, die besicherte Variante mit 16 Bp.

Insgesamt ergibt sich für die langfristige Mindestrendite ein Spread über US-Treasuries von 217 bis 341 Basispunkten.

Würde man also von einer zukünftigen Rendite von länger laufenden USA-Staatsanleihen z.B. von 4,5 Prozent ausgehen, dann

RISIKO FÜR SPONSOR-KAPITAL (JUNIOR-TRANCHE) IN ABHÄNGIGKEIT DES ODA-ANTEILS IM PORTFOLIO DES TROPICAL FOREST INVESTMENT FUND			
	100% ODA	90% ODA	75% ODA
Rating	12 (BB)	11,5 (BB+)	11 (BB+)
Wahrscheinlichkeit Zinsstundung (Sponsor Coupon Skip)	10,58%	7,58%	4,48%
Wahrscheinlichkeit Kapitalbeeinträchtigung (Sponsor Capital Impairment)	1,14%	0,68%	0,24%
Quelle: Tropical Forest Forever Facility (TFFF) - Concept Note 3.1, Oktober 2025			

STREUUNG MINDEST-RENDITE: SPREAD ÜBER US-TREASURIES		
	Basispunkte minimal	Basispunkte maximal
Cash Flow	160	160
Finanzierungskosten	42	140
Kosten Management ohne Adminstration Issue	8	9
Kosten Ausgabe Anleihen	7 (nicht abgesichert)	16 (abgesichert / ABS)
Spread über US-Treasuries	217	341
Quelle: Tropical Forest Forever Facility (TFFF) - Concept Note 3.1, Oktober 2025		



müsste die langfristige Mindest-Rendite des Fonds bei 6,67 bis 7,91 Prozent liegen.

Kritik

Unsere bisherige Darstellung ist überwiegend Unterlagen entnommen, die von den TFFF-Initiatoren herausgegeben worden sind, insbesondere [Concept Note 2.0](#) und [Concept Note 3.1](#) (das ist die jüngste Darstellung vom 14.10.2025). Wir können hier nicht auf die vielfältige Kritik am TFF-Konzept insgesamt eingehen.

Wir wollen aber auf einige finanzspezifische Einwände hinweisen, die externe Analysten, die sich mit dem Konzept eingehend auseinandersetzen, erheben. Max Matthey (Climate Impact Auctions Think Tank) und Aidan Hollis (Professor Department of Economics, University of Calgary) veröffentlichten am 8. Dezember auf der Plattform von Development today eine kurze Zusammenfassung ([Saving the Tropical Forest \(Forever Facility\): Reflections on a meeting in Oslo](#)) von Ergebnissen eines Ende November abgehaltenen Seminars in Oslo zum Konzept des TFIF.

Der Hintergrund ist, dass Norwegen als (bislang vorgesehener) Sponsor selber größtes Interesse an maximal möglicher Transparenz dieses Vehikels hat. Aber gerade dies sei nicht der Fall. Den bisherigen Veröffentlichungen (damit sind die Notes gemeint), fehle die erforderliche Transparenz auf dem

Stand einer rigorosen Finanzanalyse. Keine der durchgeführten Risikoanalysen sei öffentlich zugänglich – bis auf „oberflächliche“ Ergebnisse (die wir zitierten). Dieser Nebel sei bei solchen Summen insbesondere auch für Sponsoren – wie Norwegen – nicht zu rechtfertigen. Zudem sei kein finanztheoretisches Fundament zu erkennen. So sei die als stabil unterstellte Rendite-Differenz zwischen Senior-Anleihen und Risiko-Anleihen des hochvolatilen Portfolios eine Risikoprämie, die sich nicht als Basis für langfristig stabile Returns und einen konstanten Zahlungsstrom nutzen lasse. Am Gesamtrisiko ändert auch die interne asymmetrische Risikoverteilung zwischen geschützter Senior-Tranche und der nicht risikoadäquat entgoltenen „Opfer“-Tranche nichts. Bemängelt wird zudem, dass in den Simulationen die Bedingungen der letzten 20 Jahre in die Zukunft projiziert würden, ohne dies theoretisch zu begründen. Auch werde man der internen Dynamik des Fonds gerade in der Aufbauphase nicht gerecht. Insgesamt seien die Annahmen viel zu optimistisch.

Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass der Fonds nur in Hochrisiko-Anleihen investiert und nicht über alle Assetklassen diversifiziert – was in einem früheren Vorschlag immerhin noch vorgesehen war (siehe Michele de Nevers et al., 2018, [„Creating a Multilateral Wealth Fund for a Global Public Good: A Proposal for a Tropical Forest Finance Facility“](#)).

Außerdem würden Kupon- oder Kapitalverluste in einem Sponsor-Land mit hohen Soliditätsnormen wie Norwegen die Zustimmung der Öffentlichkeit erodieren lassen. Auch glauben die Analysten nicht, dass es möglich ist, den Fonds so schnell wie geplant in den „Operationsbereich“ zu bringen, zumal am Anfang fixe Kosten und mögliche Verluste das Wachstum beschränkten. Insgesamt sei die Analyse des TFIF bislang eher ein konjunktivistisches Narrativ, das wenn-dann-Bedingungen aneinanderreihe, statt gut begründete wahrscheinliche Verläufe. Insofern scheint der TFIF noch zu sehr einem normativen Szenario (vorgegebenes Ziel soll erreicht werden) zu entsprechen und zu wenig einem explorativen Szenario (Pfade werden unter wahrscheinlichen Annahmen erkundet) oder einer Prognose (wahrscheinlichstes Szenario).



RenditeWerk macht ReStart

Mit dieser Ausgabe endet das alte RenditeWerk. Ab 2026 startet RenditeWerk neu

RenditeWerk erscheint seit 2009. Elmar Peine hat RenditeWerk gegründet, entwickelt und gepflegt. Das eMagazin war das erste Projekt dieser Art, das sein Gründer aufgelegt hatte. Kernanliegen war von Anfang an, Stiftungen mit Konzepten der Kapitalanlage und den Möglichkeiten der Vermögensverwaltung vertraut zu machen.

Finanziert wurde das eMagazin wesentlich über Advertorials und Werbung, später kamen noch Webinare hinzu und weitere Angebote auch jenseits des eMagazins. Die Advertorials nannten wir einfach Gastbeiträge, auch um Autorinnen und Autoren zu ermuntern, möglichst nur ihre sachliche Expertise als Mittel der Werbung einzusetzen. Und das taten sie unseres Erachtens auch überwiegend sehr gut. Wir waren oft selber überrascht, welch hohes Niveau viele Advertorials hatten.

Dennoch sollten auch die informationshaltigsten Advertorials die redaktionelle Arbeit nicht ersetzen, sie war der Kern, um den wir die Ausgaben jeweils gruppierten. Ein Blick in ganz alte Ausgaben zeigt, dass sich mit der

Zeit die Titel-Beiträge teilweise beträchtlich in die Länge zogen, wobei wir nie so recht wussten, ob wir damit die Durchhaltebereitschaft auf Leserseite nicht überstrapazierten. Sicher war in diesen Fällen hingegen das Murren des Layouters über untragbare „Bleihaltigkeit“. Dagegen helfen nur bunte und manchmal auch schwarzweiße Bilder.

Gemeinfreies Material ist copyrechtlich am unproblematischsten. Das erklärt, weshalb RenditeWerk häufiger wie eine Galerie Alter Meister wirkte. Das hatte den Vorteil, dass man sich bei der Bildersuche überraschen lassen konnte, und auch die Kombination Bild plus Thema ergab meist unvorhergesehene Bildunterschriften, die man gegebenenfalls als eigenen Kleintext gestalten konnte.

Das Trio, das seit etwa 2013 den harten Kern von RenditeWerk bildete, fand zunächst im 2011 gegründeten Schwestermagazin Pri-



vate Banker zusammen. Nur einer von dreien war von Anfang an bei RenditeWerk dabei: Die treibende Kraft und das Zentrum des Projekts Elmar Peine. Mika Schiffer, der für das Layout zuständig war und noch ist, kam etwas später hinzu. Und seit 2013 war der Verfasser dieser Zeilen mit dabei, der sich so lange hinter dem Pseudonym Lutz Siebentag versteckte, bis es nicht mehr länger ging, weil er vom einen Tag auf den anderen einspringen musste, nach-

dem Elmar Peine krankheitsbedingt ausgefallen war.

Dieses Trio produzierte RenditeWerk bis Frühjahr 2025, als Elmar Peine starb. RenditeWerk wurde seither in der bisherigen Ausrichtung und Gestaltung bis Ende 2025 mit der verbliebenen 2-Mann-Besatzung fortgeführt. Mit der Winterausgabe 2025 endet das alte RenditeWerk. Das ist die hoffentlich schlechte Nachricht.

Aber die hoffentlich gute Nachricht lautet, dass es ab 2026 ein neues RenditeWerk mit neuer Internetplattform unter der Leitung von Jörg Gaden geben wird. Das Konzept eines viermal pro Jahr erscheinenden eMagazins für Stiftungen zu Fragen der Kapitalanlage und Vermögensverwaltung soll damit fortgesetzt werden, sicher auch mit Veränderungen, die auf Anforderungen einer sich schnell wandelnden Zeit reagieren. Unverändert wird aber das verbliebene Kern-Team der alten RenditeWerk-Besatzung im neuen Projekt für Layout des e-Magazins und redaktionelle Textbeiträge zuständig sein. Wir würden uns daher sehr freuen, Sie im neuen RenditeWerk wie gewohnt begrüßen zu dürfen.



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



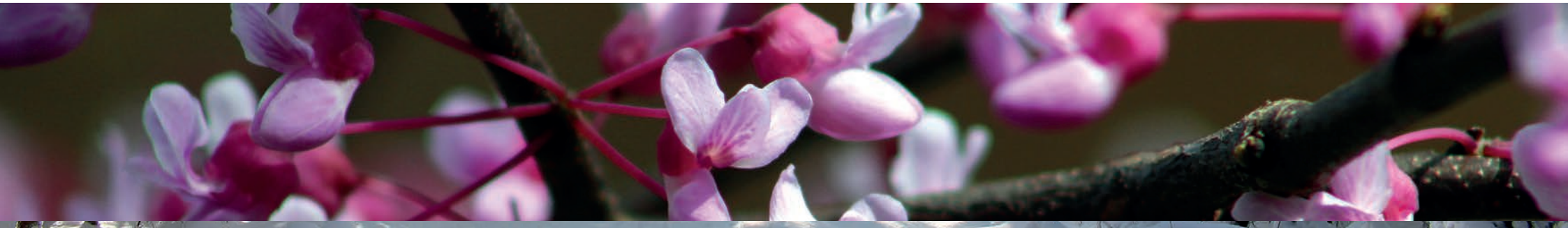
Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten in %			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungs- vermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2023	2022	2021	pro Jahr
Amundi INDEX FTSE EPRA NAREIT GLOBAL UCITS ETF DR (D)	IF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



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



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