

RenditeWerk

02 | 2023

Zur Pflege des Stiftungsvermögens

Aktien-Anleihen-Korrelation im Wandel
Portfoliotheorie für Stiftungen – aber bitte die richtige
Multi Asset und Bausteine für Stiftungsportfolios

Inhalt 02 | 2023

04 Mischung – Korrelation – Multi Asset

Eine neue Studie über den historischen Wandel der Korrelation von Aktien und Anleihen und was daraus für Anleger folgt

08 Der vergessene Erfinder der Portfoliotheorie

Weshalb Arthur D. Roy für Stiftungen wichtiger ist als Harry Markowitz und was das für das Risiko-Management bedeutet, zeigt Elmar Peine

13 Multi Asset und Nachhaltigkeit führt zu einer robusten Asset Allocation

Assetmanager der Evangelischen Bank erläutern, wie sie Nachhaltigkeit im Rahmen eines modernen Multi-Asset-Ansatzes umsetzen

18 Feeder-Fonds machen Private Equity für Stiftungen sicher

Vor dem Risiko, durch gewerbliche Infektion steuerpflichtig zu werden, können sich Stiftungen mit Feeder-Vehikeln schützen, wie Nadejda de Lousanoff und Lutz Boxberger von Golding Capital Partners darlegen

20 Ein nachhaltiger Wachstumskurs und Individualität stehen im Fokus

Jens Krüger, Leiter Vertrieb Institutionelle Kunden, St.Galler Kantonalbank Deutschland AG (SGKB DE), über nachhaltige und individuelle Strategien

22 Europa ins Depot: mit 20 Jahre bewährter Strategie

Urplötzlich sind europäische Standardwerte gefragt wie nie. Der RB LuxTopic Aktien Europa kombiniert seit 20 Jahren europäische Blue Chip Aktien und aktive Risikosteuerung

23 Webinare und Rating der Stiftungsvermögensverwaltung

Termine und Mitteilungen

25 Bausteine des Stiftungsvermögens

Fondlisten

Guten Tag,

die Tage werden schon wieder kürzer, die Nächte dafür länger. Man könnte auch sagen, dass zwischen Tag- und Nachtlänge über die Jahre eine bleibende negative Korrelation besteht. So einfach ist das bei Anleihen und Aktien nicht, wie unsere aktuelle Ausgabe zeigt. Gerade wenn der Anlagehorizont sehr lang ist. Wenn dieser aber lange genug ist, ist auch die negative Korrelation von Tag und Nacht vergänglich.



Ihr Elmar Peine

MonatsStifter

Stiftung Generationen-Zusammenhalt, die mit KULTURISTENHOCH2 ein Projekt gegen die Einsamkeit älterer Menschen durch gemeinsame Unternehmungen mit jungen Menschen fördert.



[Weitere Informationen >>](#)

Impressum

ViSdP: Dr. Elmar Peine
Dr. Friedhelm Hellmer | FinComm Schönleinstr. 6a | 10967 Berlin
info@renditewerk.net
Art Direktion: Mika Schiffer

Ein offensiver Baustein
für das Stiftungsvermögen

Wikifolio Zertifikat

+ 717 %

Performance 10 Jahre

(Durchschnittliche Performance pro Jahr: 22,6 %)
Management: Dr. Elmar Peine

**DAS
POLIT
BÜRO**

Mischung – Korrelation – Multi Asset

Was tun, wenn die Zukunft der Aktien-Anleihen-Korrelation ungewiss ist? Eine neue Studie zur historischen, gegenwärtigen und zukünftigen Entwicklung der Korrelation von Aktien und Anleihen präsentiert eine Antwort.



Es kommt auf die Überraschung an. Das war beim Erscheinen des Menetekels („Mene mene tekel u-pharsin“), festgehalten von Rembrandt van Rijn („Das Gastmahl des Belshazar“), der Fall. Und das ist bei News für Anleger über Inflation und Wachstum und deren Effekt auf die Aktien-Anleihen-Korrelation der Fall.

Aktien kombiniert mit Anleihen bilden die klassischen Mischfonds. Ein wichtiger finanzmathematischer Aspekt

ist dabei die Korrelation der Renditen der beiden Vermögensklassen. Die Korrelation drückt aus, wie sehr sich Aktien- und An-

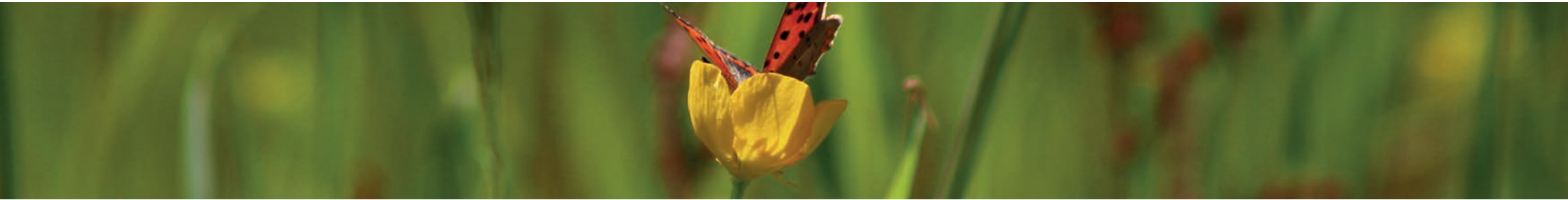
leiherenditen gegenläufig oder gleichläufig bewegen. Eine überwiegend gegenläufige Bewegung der Renditen (negative Korrelation) impliziert im Vergleich mit gleichläufiger Bewegung (positive Korrelation) ein geringeres Risiko für ein einfaches Aktien-Anleihen-Portfolio.

Nicht selten wird unterstellt, dass sich Aktien- und Anleihen-Renditen generell gegenläufig bewegen, dass die Korrelation also im Allgemeinen negativ ist. In den 00er und 10er Jahren des 21. Jahrhunderts war dies in der Tat meistens der Fall. Dennoch war es im Jahrhundert zuvor, im 20ten also, weitgehend anders: negative Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen waren eher die Ausnahme. Die Regel waren positive Korrelationen.

Der Blick auf die Historie zeigt also: Korrelationen sind nicht fix, Vorzeichen und Stärke der Korrelationen ändern sich mit der Zeit. Das ist bei der strategischen Komposition von Portfolios zu beachten, um die sich wandelnden Risiken in einer sich verändernden makroökonomischen Umwelt angemessen einschätzen zu können.

Überraschungs-Verhältnisse

Was sind die Gründe für veränderte Korrelationen? Wann sind Korrelationen von Aktien und Anleihen überwiegend negativ, wann hauptsächlich positiv? Auf diese Fragen gab eine Gruppe von Finanzmarktforschern von AQR Capital Management in einem Beitrag für „The Journal of Portfolio Management“ im März eine zunächst einfach scheinende Antwort. Die besagt, dass die beiden herausragenden volkswirtschaftlichen Messgrößen auch die Haupttreiber für Richtung und Stärke von Aktien- und Anleiherenditen und somit für die Korrelationen sind: Inflation und Wirtschaftswachstum. Allerdings ist die Angelegenheit bei näherem Hinsehen nicht ganz so simpel. Denn an Finanzmärkten werden Erwartungen gehandelt. Daher geht es genau genommen nicht eigentlich um Inflation oder Wachstum, sondern um den Überraschungswert von Nachrichten über Inflation und Wachstum. Aber auch das ist noch zu unpräzise. Denn es kommt letztlich nicht auf die absolute Überraschung von News



an, sondern auf die relative Überraschung. Also auf Wachstumsüberraschungen relativ zu Inflationsüberraschungen. In Aktien-Anleihen-Korrelationen reflektieren sich demzufolge Überraschungs-Verhältnisse.

Welche ökonomische Logik steckt dahinter?

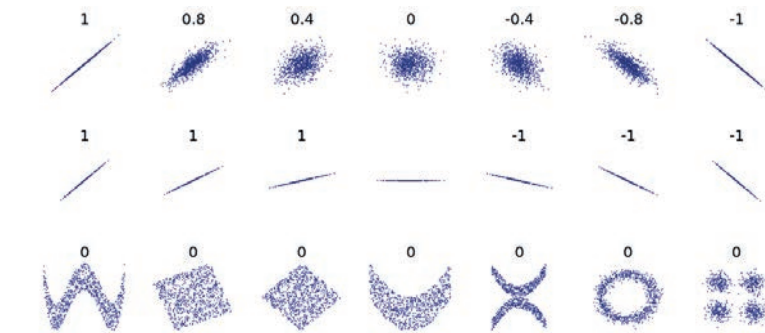
Die Autoren skizzieren ihre Hypothesen anhand der vermuteten ökonomischen Zusammenhänge zwischen Wachstum und Inflation einerseits und Aktien-Renten-Korrelation andererseits.

Wachstum-News: negative Korrelation

Wenn beispielsweise Konjunkturforscher im Konsens in ihren neuen Veröffentlichungen mit einem deutlich höheren Wachstum rechnen als bisher, ist das auch für Investoren eine Überraschung. In Bezug auf Aktien bedeutet dies: Anleger erwarten einen höheren künftigen „Cashflow“; infolgedessen kommt es zu einem Anstieg der Aktienkurse.

Auf der Anleihe-seite antizipieren Investoren als Reaktion auf eine positive Wachstums-Nachricht einen höheren realen Gleichgewichtszins und einen höheren Leitzins. Steigen aber die Markt-zinsen, dann fallen die Anleihekurse.

Bei News, die ein geringeres Wachstum erwarten lassen, sind die Effekte umgekehrt: Kurse von Aktien fallen und Kurse von Anleihen steigen.



Die Korrelation kann einen Wert von 1 bis -1 annehmen. Hier einige Beispiele für Korrelationen.

Es gilt also für Wachstumsüberraschungen – positive wie negative: Aktien-Renditen und Bond-Renditen bewegen sich in die entgegengesetzte Richtung. Die Korrelation ist somit negativ.

Inflations-News: positive Korrelation

Führen News zu der Erwartung, dass die Inflation höher sein wird als bisher angenommen, dann zeige die Erfahrung, so die Studienautoren, dass im Aktienbereich die Kurse überwiegend fallen.

Bei Anleihen reduziert sich in diesem Fall direkt der reale Cash Flow. Zudem rechnen Investoren mit einer Reaktion der Geldpolitik und einer höheren kurzfristigen Zinsrate. In der Folge fallen die Kurse von Anleihen.

Führen frische Informationen zur Antizipation einer geringeren Inflation als bisher erwartet, kehren sich die Vorzeichen bei beiden

Assetklassen um: Sowohl Aktien- wie Renten-kurse steigen.

Somit haben bei Inflationsüberraschungen Aktien- und Anleihe-Renditen das gleiche Vorzeichen, die Korrelation ist positiv. Allerdings reagieren Anleihen auf Inflationsüberraschungen historisch deutlich stärker als Aktien.

Nochmals zusammengefasst: Bei überraschenden Wachstums-Nachrichten neigen Aktien und Anleihen zu negativer Korrelation. Bei überraschenden Inflations-Nachrichten neigen sie zu positiver Korrelation.

Historische Entwicklung der Korrelation

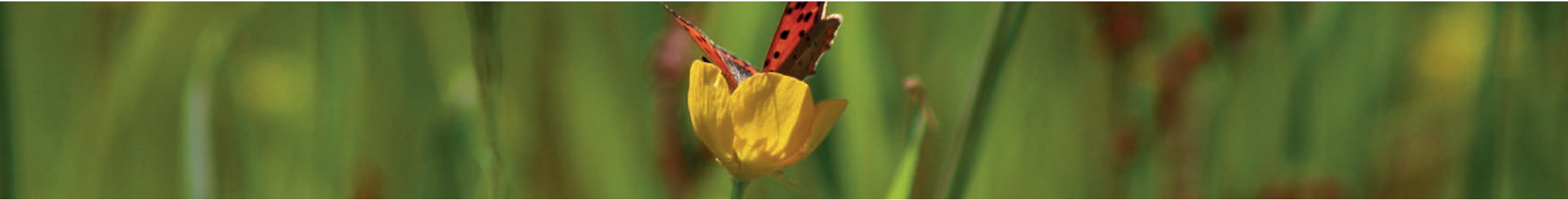
Die Autoren untersuchen diese hypothetischen Zusammenhänge anhand eines in zwei Schritten entwickelten Schätz-Modells auf Basis historischer Daten. Als indirekten

bzw. stellvertretenden Indikator für den Überraschungs-Grad verwenden die Studienautoren in ihrem Modell die leichter messbare historische Volatilität von Wachstum und Inflation. In ihrem Grundmodell berücksichtigen sie drei mögliche Erklärungsfaktoren der Aktien-Anleihen-Korrelation: a) die Volatilität der Inflation; b) die Volatilität des Wachstums; c) die Korrelation von Wachstum und Inflation.

Die Analyse führen sie für die USA im Zeitraum zwischen 1936 und 2022 durch. Die US-Aktienwelt vertritt der S&P 500, für Anleihen stehen zehnjährige US-Staatsanleihen. Das Ergebnis der statistischen Analyse ist: Die Aktien-Anleihen-Korrelation hängt a) positiv mit der Volatilität der Inflation, b) negativ mit der Volatilität des Wachstums und c) negativ mit der Korrelation von Wachstum und Inflation zusammen. Wir gehen auf diese Zusammenhänge gleich noch etwas näher ein.

Zunächst ist aber festzuhalten, dass die drei Größen gemeinsam 71 Prozent der Varianz der Aktien-Anleihen-Korrelation erklärten. Das ist eine gute Erklärungskraft, wobei der größte Erklärungsanteil auf die Wachstums-Inflations-Korrelation (35%) und die Inflations-Volatilität (30%) entfällt.

Die Studienautoren führten die Analyse unter Einbezug anderer Länder für den Zeitraum zwischen 1960 und 2022 durch. Für



diese Phase erklären die drei genannten Faktoren in den USA rund 79 Prozent der Varianz der Anleihen-Aktien-Korrelation. In Deutschland waren es sogar 85 Prozent, in Japan 67, in UK 52, in Frankreich 39 und in Italien 32 Prozent. Die Erklärungskraft der drei Faktoren zusammen ist zwar zum Teil sehr hoch, sie variiert aber mit den Ländern. Abstrakter ausgedrückt: die Bedeutsamkeit der drei Faktoren für die Aktien-Anleihen-Korrelation variiert in Raum und Zeit.

Das zeigt auch, dass das Modell Grenzen hat, worauf die Autoren jedoch ausdrücklich hinweisen: Mögliche andere Erklärungsfaktoren wurden nicht berücksichtigt; es wurden langfristige Veränderungen adressiert, nicht die komplizierteren kurzfristigen; Analysebasis sind breite Aktien-Indizes, stärkere Segmentierung kann zu anderen Ergebnissen führen.

Was besagen die Ergebnisse ökonomisch-historisch?

Die Studienautoren sehen den Vorteil des Modells insbesondere in der Aufklärung des Übergangs von positiven zu negativen Aktien-Anleihen-Korrelationen um die Jahrhundertwende – sie konzentrieren sich deshalb auf die zwei Jahrzehnte vor der Wende vom 20ten ins 21te Jahrhundert und die zwei Jahrzehnte danach.

In der Zeit von Ende der 1980er Jahre bis 2000 gelang es immer besser, die Inflation zu

stabilisieren. Die Inflationsvolatilität (bzw. Inflations-Überraschungen) ging zurück und das trug der Studie zufolge auch zum Rückgang der Korrelation von Aktien und Anleihen bei.

Wenn die Wachstumsvolatilität (bzw. Wachstums-Überraschungen) zunimmt, nimmt die Korrelation von Aktien und Anleihen ab. Bei Dominanz der Wachstumsüberraschungen ist die Korrelation negativ. Das war in den ersten beiden Jahrzehnten des 21. Jahrhunderts der Fall.

Die Wachstums-Inflations-Korrelation stieg, ausgehend von einem stark negativen Wert zwischen Ende der 90er Jahre bis etwa 2010 kräftig an, seither ist diese Korrelation deutlich positiv. Eine Zunahme der Korrelation von Wachstum und Inflation impliziert aber eine Abnahme der Korrelation von Aktien und Anleihen. Und das ist in diesem Zeitraum auch erfolgt.

Insgesamt führte dieser Prozess zu einem Übergang von positiven zu negativen Aktien-Anleihen-Korrelationen um die Jahrhundertwende.

Die Studienautoren favorisieren insbesondere zwei Erklärungen für dieses Umschalten von „Plus“ auf „Minus“: Erstens die Veränderung des dominanten Schock-Typs, zweitens die Erwartungsbildungspolitik der Zentralbanken. Die 2000er Jahre seien, so die Autoren, geprägt gewesen von Nachfrageschocks und einem Bedeutungsverlust der geldpolitisch problematischeren Angebotsschocks, die z.B. die 70er Jahre dominierten. Das habe entschei-

dend zu einem Rückgang der Aktien-Anleihen-Korrelation beigetragen. Zudem sei es der Geldpolitik seit den 80er Jahren immer besser gelungen, Inflation auf einem erwünschten Niveau zu stabilisieren sowie die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer fester zu verankern. Dadurch habe sich die Inflationsvolatilität stark vermindert, was zum Rückgang der Aktien-Anleihen-Korrelation in den Negativbereich beigetragen habe.

Das hat sich jedoch in jüngster Zeit verändert. Die Autoren sehen die schweren Angebotsschocks der letzten Jahre als Hauptursache für die kräftig angewachsene Inflation und gedrücktes Wachstum, was 2022 zu einem starken Anstieg der Aktien-Anleihen-Korrelation geführt hat. Sollte sich diese Tendenz fortsetzen, dann wäre, so die Autoren, in nächster Zukunft mit positiven Aktien-Anleihen-Korrelationen zu rechnen. Sollte es den Zentralbanken jedoch gelingen, die Inflation wieder in den Griff zu bekommen und zu einer „Normalisierung“ des Wachstums beizutragen, könnten die Korrelationen wieder in den negativen Bereich schwenken. Die aktuelle Frage ist dann: was tun in einem solchen Kontext der Unsicherheit?

Was tun?

Die Frage lautet genauer: Wie sollte die Reaktion der Anleger auf die sich ändernden Korrelationen von Anleihen und Aktien aussehen?

Die Studienautoren fordern, dass zunächst ein breiteres Bewusstsein für die historisch sich wandelnden Korrelationen und die Treiber der Korrelations-Regimes geschaffen werden müsse. In diesem Kontext empfehlen sie u.a. Szenarioanalysen und Pläne für den Fall einer steigenden Korrelation. Darüber hinaus sehen sie in wenig korrelierten alternativen Anlagen wichtige Zutaten für ein bislang auf Anleihen und Aktien beschränktes Portfolio. Sie sprechen an: Illiquide Alternative (Private Equity, Public Credit), die aber nur begrenztes Diversifikationspotential hätten. Über Rohstoffe seien die Diversifikationschancen langfristig besser. Long-Short-Strategien und Alternative Risikoprämien, also „Faktoren“, die wenig mit Aktien- und Anleiherenditen korrelieren, kämen ebenfalls in Frage. Schließlich versprechen sie sich auch von dynamischen Strategien (Trend, Macro) langfristig eine geringe Korrelation.

Die Antwort der sechs Studienautoren von AQR Capital Management lautet also kurzgefasst: um möglichst gut eine Anlagewelt mit veränderlichen Korrelationen von Anleihen und Bonds zu bewältigen, sei heutzutage eine Erweiterung des Anlagespektrums um alternative, wenig korrelierte Anlageklassen erforderlich. Also ein Übergang von Misch- zu Multi-Asset-Portfolios.

[Link zur Studie: A Changing Stock-Bond Correlation. Drivers and Implications](#)

Mit Sinn stiften.

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

Um Ihre vielfältigen gesellschaftlichen, kulturellen und politischen 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.

Überlegen. Investieren.



Der vergessene Erfinder der Portfoliotheorie

Für Stiftungen ist Arthur D. Roy wichtiger als Harry Markowitz. Von Elmar Peine

Im Pferdesport geht es manchmal sehr knapp zu. Per Fotofinish werden Rennen entschieden, bei dem mit bloßem Auge nicht zu erkennen ist, wer als Erste/r durchs Ziel kam. Solche Fotofinishes gibt es auch in der Wissenschaft, dann nämlich, wenn ein Artikel mit einer neuen Erkenntnis nur wenige Tage oder Wochen vor einer konkurrierenden Veröffentlichung erscheint. 1952 ist das auch in der Finanztheorie passiert, als der erst 24 Jahre alte Harry Markowitz im Frühjahr des Jahres mit einem Aufsatz im (damals noch wenig renommierten) Journal of Finance herauskam: Portfolio Selection. Der Artikel markiert die Geburtsstunde der modernen Portfoliotheorie, bei der es zentral um die Frage geht, wie man am besten ein Depot unter Berücksichtigung von Risiko und Ertrag zusammenstellt. Der Autor, Harry Markowitz, wurde mutmaßlich mehrfacher Millionär, Berater von Finanzinstituten und Professor. 1990 erhielt er den an Alfred Nobel erinnernden Preis, die größtmögliche wissenschaftliche Auszeichnung. Er starb, hochgeehrt, vor wenigen Wochen in San Diego im stolzen Alter von 95 Jahren.

Was wäre passiert, wenn statt Portfolio Selection der Aufsatz Safety First and the Holding



Das Bild zeigt einen Begleitwagen (Caboose) der 1961 eingestellten Tallulah Falls Bahn in Georgia. In den USA war bis in die 1980er Jahre am Ende eines Güterzuges ein Caboose angehängt, von dem aus die Geschwindigkeit des Zuges überwacht und nachfolgenden Zügen ein Halt signalisiert werden konnte. Der Caboose diente also auch der Sicherheit vor einem Crash. "Safety first" empfiehlt sich aber nicht nur am Ende eines Güterzuges, sondern, wie Andrew Donald Roy (1920-2003) für die Geldanlage mathematisch als Erster zeigte, auch beim Portfolio Management.

of Assets im damals eher noch höher eingeschätzten Journal Econometrica nicht ein paar Monate (in der Wissenschaft sind Monate ja nur Wimpernschläge) nach, sondern vor Markowitz veröffentlicht worden wäre? Der Aufsatz, der sich mit der gleichen Thematik beschäftigte, blieb weitgehend unbeachtet und ist heute

mehr oder minder vergessen. Für seinen Autor, Arthur Donald Roy, reichte es noch nicht einmal für eine Professur; er arbeitete den größten Teil seines Berufslebens im mittleren Dienst des britischen Schatzamtes und als er 2003 starb, nahm die Wissenschaftscommunity davon so gut wie keine Kenntnis. Hier und da wird er

heute als einer der vergessenen Väter der modernen Portfoliotheorie genannt, mehr blieb ihm nicht.

Katastrophen statt Schwankungen verhindern

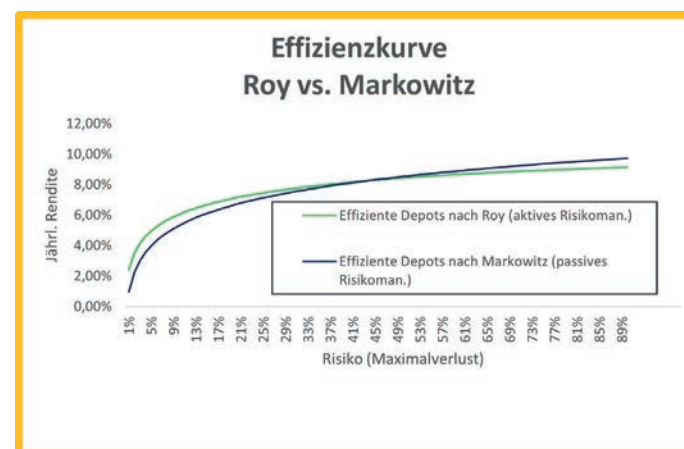
Für die Entwicklung der Portfoliotheorie und insbesondere für Stiftungen hätte ein anderer Ausgang des Fotofinish wahrscheinlich einen enormen Unterschied gemacht, denn dann wäre das Thema Risiko in der Anlage vielleicht anders, für Stiftungen relevanter, verstanden und behandelt worden. Wenn Roy statt Markowitz prägend geworden wäre, dann hätte sich möglicherweise die Volatilität als alles überstrahlendes Risikomaß nicht wie heute durchgesetzt. Zwischenzeitliche Schwankungen, wie sie die Vola beschreibt, werden heute mit Risiko gleichgesetzt. Für Stiftungen, Investoren mit prinzipiell unendlichem Anlagehorizont, ist die zwischenzeitliche Schwankung eines Vermögensbestandteiles bekanntlich irrelevant, für sie ist vor allem die Vermeidung katastrophaler Wertentwicklungen essentiell. Und genau das hatte Roy, nicht Markowitz, für durchschnittliche Anleger angenommen, dass sie bestimmte

Verlustgrenzen nicht überschreiten wollen.

Auch der Kern der Markowitz-Idee, die sogenannte Effizienzkurve, hat für Stiftungen keinen Nutzen. Die Effizienzkurve beschreibt die (bestmöglichen Kombinationen) zwischen dem Risiko und dem Ertrag verschiedener Depots. Risikovorliebende Anleger wählen auf der Effizienzkurve eine Depotzusammensetzung, die zwar hohe Schwankungen befürchten lässt, dafür aber mit hohen Erträgen entschädigt. Risikoscheue Anleger investieren dagegen in stabilere Depots, auch wenn diese weniger an Ertrag versprechen. Für Stiftungen mit ihrem unendlichem Anlagehorizont existiert der Trade Off zwischen Risiko und Ertrag aber gar nicht, weil für sie zwischenzeitliche Schwankungen gar keine Rolle spielen sollten. Also sollten sie einfach nur den Ertrag zum Kriterium ihrer Auswahl machen und aus ökonomischen Kalkülen die Depotzusammensetzung wählen, die unabhängig vom Risiko die höchste Durchschnittsrendite erwarten lässt. Tatsächlich investieren nur die wenigsten Stiftungen aus ökonomischen Erwägungen etwa in Anleihen. Vielmehr sind es (allein) juristische Vorgaben (Stiftungen unterliegen dem gesetzlichen Gebot zur Verlustvermeidung, sie sollen also gesetzlich vorgegeben nicht schwanken), die sie in „sichere und ertragsschwache“ Wertpapiere, zumeist sind das Anleihen, zwingt. Man muss kein Verschwörungstheoretiker sein, um auf die Idee zu kommen, dass der Staat ein Interesse daran gehabt

haben könnte und immer noch hat, das Stiftungen einen überwiegenden Teil ihrer Anlagen in (Staats-)Anleihen halten. s

Würden sie sich dagegen nach Roy richten und einen bestimmten Maximalverlust nicht überschreiten wollen, dann würde die Effizienzkurve für Stiftungen beschreiben, bei welchem Maximalverlust welche maximale Rendite möglich ist; dann würde sie auch ökonomisch und praktisch Sinn machen, weil manche Stiftungen eine Existenzgefährdung zum Beispiel bei einem Verlust von 80 Prozent, andere vielleicht schon bei 50 Prozent, annehmen und entsprechend ihr Depot auswählen.



*Nis quae nos nonse odi dolum rat.
Udaniste dis nos iur? Nam quidis alitionet que nihil ium fugiamet h*

Aktives statt passives Risiko-Management

Das Risikoverständnis ist aber nur eine von mehreren Differenzen zwischen Roy und Markowitz. Es geht auch um die Frage, ob eine Stiftung einmal eine Depotzusammensetzung auswählt und dann nichts mehr tut, wie das die Effizienzkurve und Markowitz nahelegt („Buy and Hold“) oder ein aktives Risiko-Management betreibt, wie es für den Ansatz von Roy geeigneter erscheint. Denn um einen bestimmten Maximalverlust nicht zu überschreiten, sollte das Risiko nicht ein für allemal (solange sich keine neuen Erkenntnisse oder grundsätzliche Einstellungsänderungen ergeben) sondern

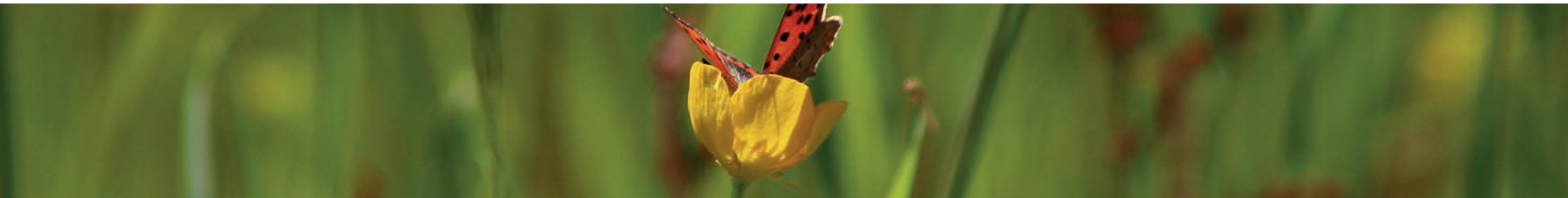
in Abhängigkeit von der Gefahr festgelegt werden und die Gefahr, den Maximalverlust zu erleiden, steigt selbstverständlich, je näher man sich dieser Grenze nähert. Das heißt praktisch, dass eine Stiftung, die „fett“ im Plus ist, mit vollen Segeln unterwegs sein kann. Wenn das Vermögen aber schrumpft und sich der Verlust der gerade noch tolerierten Grenze nähert, sollte das Risiko reduziert, also in sicherere Anlagen umgeschichtet werden.

Das heißt, nach Roy empfiehlt sich für Stiftungen ein aktives Risikomanagement, das dafür sorgt, dass sich das Gefahrenpotenzial flexibel an die Markt- und Vermögenssituation anpasst. Bei gleichbleibenden Marktverhältnissen sollte dann umso mehr des Vermögens in sicheren und wertstabilen Anlagen gehalten werden, je näher man sich der Maximalverlustgrenze nähert. Professionelle Fondsmanager sprechen in dem Zusammenhang von Risikobudgets, die mehr oder minder stark ausgeschöpft sind.

Wenn eine Stiftung ein Risikobudget von 40 Prozent hat, dann sollte sie spätestens bei einem aktuellen Verlust von vielleicht 30 Prozent einen überwiegenden Teil des Vermögens in sicheren Anlagen zum Beispiel in Gold halten und nur noch einen kleinen Teil in riskanteren Werten. Wenn die Risikobudgets noch gar nicht angegriffen sind und die Verlustgrenze in weiter Ferne ist, kann sie dagegen voll (in Aktien) investiert sein. Ein solches Risikomanagement, das heute in vielen Fonds für sogenannte institutionelle Anleger mittels der Risikobudgets umgesetzt wird, kann von Fall zu Fall gestaltet werden.

Effizientes Risikomanagement im Stiftungsvermögen

Aktives Risikomanagement hat gegenüber einer Strategie, die immer unter vollen Segeln steht, Vor- und Nachteile. Ganz grundsätzlich muss man sich darüber im Klaren sein,



dass eine dynamische Risikoanpassung gegenüber einem „Buy and Hold“-Konzept bei der gleichen Strategie Rendite-Punkte kostet. Das ergibt sich aus der Tatsache, dass im Fall eines aktiven Risikomanagements der Anteil renditearmer (und stabilerer) Depotbestände durchschnittlich größer als im Fall des buy and hold ist. Wenn Stiftung A etwa das Vermögen zu 100 Prozent in Aktien hält, dann wird die Durchschnittsrendite über einen längeren Zeitraum vielleicht acht Prozent ausmachen und damit doppelt so hoch sein wie bei einer Strategie, bei der nur 50 Prozent des Vermögens in Aktien und der Rest in renditelosem Cash gehalten wird. Um zu erkennen, wie teuer aktives Risikomanagement ist, muss man deswegen nur messen, um wieviel der durchschnittliche renditelose Anteil (z.B. Cash) durch das Risikomanagement angestiegen ist. Wenn das Risikomanagement zu einer Erhöhung der Cashquote um vielleicht zehn Prozent führt, dann sollte im obigen Beispiel die langfristige Rendite von acht auf vielleicht 7,2 Prozent sinken, während sie bei einem „Buy and Hold“-Aktiendepot bei acht Prozent liegen sollte.

Die Durchschnittsrendite kann aus meiner Sicht wegen der – fast möchte man sagen: erweisenen – Informationseffizienz der Märkte nicht durch besonders gutes Anlageverhalten, also durch ein Ausnutzen geeigneter Marktphasen erhöht werden. Indem aber erfahrene Pro-

fis mit Blick auf die Märkte, die Vermögensgröße und die Liquidität der einzelnen Wertpapiere den Durchschnittsanteil des risikolosen Vermögensteils so klein wie möglich halten, können die Kosten des aktiven Risikomanagements minimiert und damit die Rendite optimiert werden. Für Stiftungen ab einer bestimmten Größe kann deswegen die Inanspruchnahme einer Bank oder einer Vermögensverwaltung durchaus von Vorteil sein, wenn auch weniger bei der Auswahl besonders renditestarker Bausteine als vielmehr beim professionellen Management des risikolosen Vermögensteils.

Roy erlaubt es, risikoreicher anzulegen

Ich sollte an dieser Stelle darauf hinweisen, dass in den Nuller Jahren dieses Jahrhunderts viele Fondsanbieter auch auf Stiftungen zugekommen sind und sogenannte Absolute Return Fonds angeboten haben, bei denen durch geschicktes Risikomanagement Verluste mehr oder minder ausgeschlossen sein sollten. Viele dieser Fonds haben dann aber während der Immobilien- und Eurokrise um 2010 Anleger mit Verlusten von zwanzig Prozent und mehr geschockt, seitdem werden diese Fonds nicht mehr angeboten. Es besteht der dringende Verdacht, dass viele Anbieter viel zu risikoreich unterwegs waren und viel zu viel versprochen und in der Krise dann keine Chance hatten, die Verlusttoleranzen einzuhalten. Allerdings, das sollte zur Erklärung auch gesagt werden, litten diese

Konzepte besonders unter der Nullzinspolitik, denn sie waren darauf aufgebaut, dass die Risikobudgets gerade so hoch ausgelegt waren wie die erwarteten Zinserträge aus der Anlage in sicheren Anleihen. Was in Normalzeiten funktioniert hätte - man legt 80 Prozent des Vermögens in Anleihen (etwa zu 5 %) an und investiert die übrigen 20 Prozent dann so, dass dessen mögliche Verluste nicht höher als zwanzig Prozent ausfallen, also die Zinseinnahmen nicht übersteigen werden, funktionierte in der Krise nicht mehr, weil die Zinsen dramatisch sanken, also keine Verlustpuffer mehr aufgebaut werden konnten. Trotzdem: Prinzipiell erlaubt ein Anlegen nach Roy, also ein aktives Risikomanagement, gegenüber der Markowitzanlage ein risikoreicheres Agieren, wenn auch nicht in dem Ausmaß, in dem es die Absolute Return-Manager um 2005 praktizierten.

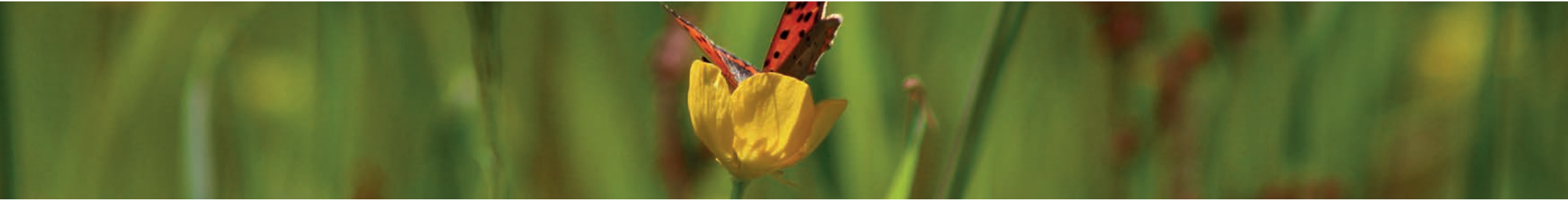
Systematisch ergibt sich die Möglichkeit, risikoreicher als Markowitz anzulegen, aus dem prinzipiell gleichen Grund, aus dem dynamisches Risiko-Management renditeschwächer ist. Wenn die effiziente Wahl eines Depots (nach Markowitz) bei 70% Anleihen und 30% Aktien ist, dann wird sie ohne Weiteres für die gesamte Anlagezeit beibehalten, egal wie der zwischenzeitliche Wertverlauf ist. Nach Roy macht es dagegen keinen Sinn, die Ausgangs-Vermögensverteilung auch dann aufrecht zu erhalten, wenn man sich tief im Minus und nahe am maximal tolerierten Verlust befindet. Stiftungen, die etwa bei

einem Verlust von 50 Prozent des Vermögens nicht von reversiblen Schwankungen ausgehen, sondern den Katastrophenfall annehmen, werden bei einem Verlust um 40 Prozent wohl kaum mehr mit der ursprünglich gewählten Aktienquote unterwegs sein, sondern diese reduzieren. Warum sollten sie andererseits, wenn es sehr gut läuft und die Risikobudgets bei einem Plus gar nicht angegriffen sind, überhaupt noch mit einem 30prozentigen Anleihen-Sicherheitspolster fahren? Das heißt, mit einem dynamischeren Risiko-Management kann man verglichen mit passiven Risikomanagements a la Markowitz grundsätzlich mit etwas volatileren also renditestärkeren Strategien den Maximalverlust sicher begrenzen.

Anlageeffizienz: Roy besser für Stiftungen

Fassen wir zusammen:

1. Stiftungen, die nach Roy agieren und nicht auf vorübergehende Schwankungen, sondern auf die Vermeidung von katastrophalen Wertverläufen achten, suchen anstatt nach der juristisch vorgeschriebenen nach der ökonomisch sinnvollsten Zusammensetzung des Stiftungsvermögens, die ihren tatsächlichen Bedürfnissen als Anleger mit endlosem Anlagehorizont entspricht.
2. Für Stiftungen, die Roy folgen und einen bestimmten Maximalverlust nicht überschreiten wollen, scheint ein dynamisches Risikomanagement, bei dem die Riskanz an



die Markt- und Vermögensgegebenheiten angepasst wird, geeigneter als ein passives Risikomanagement, das allein durch die initiale Zusammensetzung des Depots bestimmt wird.

- Die Anlage nach Roy hat gegenüber der nach Markowitz renditetechnisch einen Vor- und einen Nachteil. Der Nachteil ist, dass wegen der dynamischen Risikoanpassung (und dem dadurch höheren durchschnittlichen Sicherungsanteil) ein Renditenachteil gegenüber einem Depot mit gleicher Strategie ohne aktives Risikomanagement besteht. Der Vorteil besteht darin, dass Markowitz-effiziente Depots nicht Roy-effizient sind, mit Roy eine, gemessen an Markowitz, grundsätzlich offensivere Strategie gewählt werden kann.

Die Frage ist abschließend, unter was für Umständen der Nachteil einer an Roy angelehnten Strategie (dynamische Risikoanpassung erfordert höhere Sicherungsquoten gegenüber buy and hold) durch den Vorteil (eine riskantere Ausgangsstrategie wählen zu können) überkompensiert werden kann. Die Frage ist im Grunde sehr leicht zu beantworten: Sie hängt einfach vom durchschnittlichen Anteil des risikolosen Assets (z.B. Cash) ab. Immer dann, wenn der kalkulierte durchschnittliche Cash-Anteil für aktives Management kleiner ist als für passives, empfiehlt sich eine Anlage nach Roy. Wenn dagegen dynamisches Risikomanage-

ment seriös einen höheren durchschnittlichen Cashanteil als Markowitz erzwingt, sollte man bei einem passiven Risikomanagement bleiben.

Die Vorteile einer dynamischer Risikoanpassung gegenüber einer Markowitz-Strategie sind umso größer, je geringer die Steigerung des zusätzlichen Katastrophenschutzes und je höher die Belohnung für das Eingehen von mehr Risiken ist. Unterstellt man die üblichen Verläufe, also eine höhere Belohnung für das Eingehen zusätzlicher Risiken vor allem im Bereich wertstabilerer Depots und eine bei hohen Risiken immer schwächere Belohnung, dann dürfte der Vorteil der Anlage nach Roy gegenüber der nach Markowitz sich vor allem im Bereich niedriger Volatilität zu Buche schlagen. Eingetragen in eine herkömmliche Effizienzkurve führt eine dynamische Risikoanpassung zu einer Drehung der Kurve (s. Abbildung).

Praktische Folgen

Gesetzt das Obige ist richtig: Was folgt für Stiftungen in der Praxis (der Vermögensanlage) daraus? Ich sehe folgendes:

- Stiftungen sollten sich überlegen, welche Risiken für sie wirklich relevant sind. Wer Zahlungsverpflichtungen und/oder kürzere Anlagehorizonte hat, sollte eher auf die Volatilität als Schwankung achten, damit wie bislang (und wie die sogenannten institutionellen Anleger) agieren. Dabei kann es sinnvoll sein, sich in eine Verbrauchsstiftung zu wan-

deln. Wer dagegen den Anlagehorizont nicht einschränken will und keine nennenswerten Zahlungsverpflichtungen hat, sollte sich im Anlageverhalten eher an Familien (Family Offices) orientieren und an den möglichen Katastrophenverlauf als zentrales Risikoelement denken.

- Insbesondere für Stiftungen, die auf Schwankungsarmut viel Wert legen, sich also eher im konservativeren (in der Grafik oben: im Linken) Teil des (traditionellen) Risikobereiches aufhalten, scheint ein aktives Risikomanagement generell vorteilhaft zu sein. Das heißt auch und gerade für Stiftungen, die sich als sehr konservativ verstehen, nicht zu fix und zu eng an einer Vermögensverteilung (wie nur Tagesgeld oder nur Anleihen oder mindestens 70% Anleihen und 30% Aktien) festzuhalten.
- Wer ein stärker dynamisches Risikomanagement möchte, sollte danach auch seinen Verwalter aussuchen. Ein Grund mehr, Finanzexperten, die wie mit einer Glaskugel im Besitz der besseren Anlagestrategie zu sein glauben und besondere Mehrerträge versprechen, zu misstrauen.
- Stiftungen sollten sich generell für eine andere, weitergehende gesetzliche Reform des Stiftungswesens einsetzen. Meines Erachtens werden Stiftungen in Deutschland historisch bislang weitgehend zur Staatsfinanzierung missbraucht. Durch die

gesetzlichen Vorgaben (Verlustvermeidungsgebot, Diskriminierung von Kursgewinnen gegenüber „ordentlichen Erträgen“ etc.), die Rechtsprechung (gerichtliche „bestätigte Unbedenklichkeit“ der 70 zu 30 Aufteilung) sowie die Aufsichtspraxis (Bindung der Gemeinwohlorientierung an „konservatives“ Anlageverhalten) werden sie bislang praktisch gezwungen, große Teile ihres Vermögens in Staatsanleihen zu investieren. Sie erleichtern damit die Schuldenaufnahme des Staates (und der Länder und Kommunen) und erhalten im Gegenzug Steuerfreiheit. Der Preis: Stiftungen bestehen im Schnitt nur wenige Jahrzehnte und werden von der Inflation, von Währungsschnitten, Kriegen oder anderen Katastrophen ihres Vermögens beraubt, also zerstört. Im Hinblick auf die (schon allein wegen der demografischen Entwicklung) steigende Bedeutung der Stiftungen sollte diese Symbiose aufgelöst werden und Stiftungen stärker nach ihrem individuellen Auftrag handeln können.

Am 25.7. 2023 findet um 11 Uhr ein Webinar statt, in dem Elmar Peine die These den TeilnehmerInnen vorstellen wird und anschließend für Fragen und Anmerkungen zur Verfügung steht.
ZUR ANMELDUNG >>

FAIR. ERFOLGREICH. INNOVATIV. NACHHALTIG.

Nachhaltig Zukunft gestalten

Finreon SGKB Carbon Focus

Dekarbonisierung von Kapitalanlagen

Die **einzigartige Kombination** aus einem konsequent nachhaltigen Aktienportfolio und einem innovativen **CO₂-Swap Mechanismus**



St.Galler Kantonalbank Deutschland AG
München · Frankfurt am Main
Telefon: 069 907 20 10 40

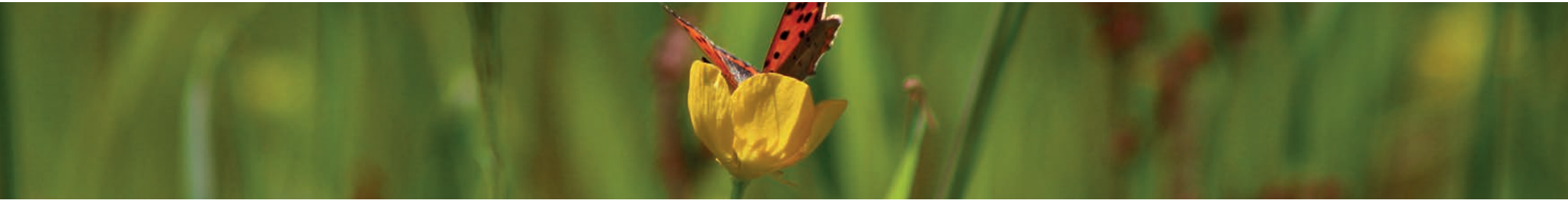
Ausgezeichnet mit dem
Nachhaltigkeitssiegel:



Erfahren Sie
hier mehr:



sgkb.de



Multi Asset und Nachhaltigkeit führen zu einer robusten Asset Allocation

Evangelische Bank – Sustainable Investment Management

Von Dual Asset zu Multi Asset

Multi Asset Konzepte sollen es Anlegern ermöglichen, im Rahmen ihrer Investmentziele und Risikopräferenzen in jeder Marktphase in den attraktivsten Anlageklassen investiert zu sein. In positiven Marktphasen lassen sich meistens mit Aktien und Unternehmensanleihen die höchsten Renditen erzielen, während Staatsanleihen oder Pfandbriefe bei schwächerer Marktentwicklung historisch eine gute Absicherung darstellten.

Während der jahrelangen Abwärtstendenz im Zinsbereich und dann folgender Niedrigzinsphase trat die Diversifikation über zusätzliche Assetklassen mitunter in den Hintergrund, weil die enormen Rentenbestände für Investoren jedes Jahr weitere Kursgewinne bedeuteten und eine Mischung über zwei Assetklassen vollkommen ausreichend erschien: Aktien und Renten. Multi-Asset Produkte waren somit eher Balanced-Produkte aus Aktien und Anleihen. Daher wurde bezüglich dieser Strategien auch von „Dual-Asset“ Strategien gesprochen.

Der schnellste Zinsanstieg in Jahrzehnten sorgte 2022 in Kombination mit einer stark an-

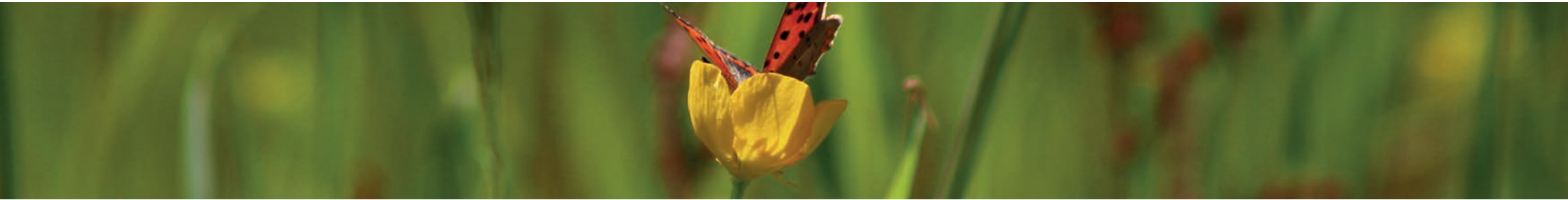
steigenden Inflation und geopolitischen Unsicherheiten wie dem Ukrainekrieg für massive Kursverluste bei Aktien und Anleihen. Es kam

zum Bruch mit dem gegenläufigen Verhalten der beiden Anlageklassen, welches eigentlich eine ausgleichende Wirkung haben sollte. Für

den Ausstieg aus dem Null- und Negativzinszenario hatten Investoren mit einem Zeitraum von drei bis vier Jahren gerechnet, aber nun

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 YTD
Immobilien 22,87%	Aktien Eurozone 9,6%	High Yield 13,79%	Aktien EM 37,28%	Staatsanleihen Europa 0,98%	Aktien USA 31,49%	Wandelanleihen 34,42%	Immobilien 32,61%	Gold -0,28%	Aktien USA 9,65%
Aktien USA 13,69%	Staatsanleihen Europa 1,65%	Industrierohstoffe 12,91%	Aktien USA 21,83%	Pfandbriefe 0,27%	Aktien Eurozone 26,82%	Gold 25,12%	Industrierohstoffe 30,31%	Industrierohstoffe -4,07%	Aktien Eurozone 8,24%
Staatsanleihen Europa 13,13%	Aktien USA 1,38%	Aktien USA 11,96%	Gold 13,53%	Gold -1,56%	Immobilien 24,36%	Aktien USA 18,4%	Aktien USA 28,71%	EB-SMAI -6,28%	Gold 7,6%
Pfandbriefe 7,54%	Anleihen EM 0,88%	Aktien EM 11,19%	Wandelanleihen 11,51%	Anleihen EM -3,34%	Aktien EM 18,42%	Aktien EM 18,31%	Aktien Eurozone 24,91%	Aktien Eurozone -10,64%	Wandelanleihen 2,88%
Unternehmensanleih. 7,53%	Immobilien 0,62%	Gold 8,14%	Aktien Eurozone 10,58%	Unternehmensanleih. -3,77%	Gold 18,31%	Industrierohstoffe 10,52%	EB-SMAI 6,84%	Pfandbriefe -13,22%	Staatsanleihen Europa 2,8%
Aktien Eurozone 7,2%	Wandelanleihen 0,53%	Immobilien 6,51%	Immobilien 7,98%	Aktien USA -4,38%	Wandelanleihen 14,79%	Unternehmensanleih. 6,73%	Wandelanleihen 3,03%	High Yield -13,37%	Pfandbriefe 1,87%
Anleihen EM 6,94%	Pfandbriefe -4,94%	Wandelanleihen 5,7%	High Yield 6,32%	Immobilien -4,94%	High Yield 9,92%	Anleihen EM 5,92%	High Yield 1,54%	Anleihen EM -16,28%	Unternehmensanleih. 1,81%
Wandelanleihen 5,77%	EB-SMAI 0,07%	Unternehmensanleih. 4,59%	Anleihen EM 4,31%	EB-SMAI -5,02%	EB-SMAI 9,7%	Staatsanleihen Europa 4,99%	Anleihen EM -0,79%	Unternehmensanleih. -16,31%	Anleihen EM 1,74%
EB-SMAI 5,24%	Unternehmensanleih. -0,52%	Anleihen EM 4,22%	EB-SMAI 4,13%	Wandelanleihen -5,15%	Anleihen EM 9,43%	High Yield 3,93%	Unternehmensanleih. -1,69%	Aktien USA -18,11%	High Yield 1,65%
High Yield 2,28%	High Yield -1,22%	Staatsanleihen Europa 3,23%	Unternehmensanleih. 3,66%	Industrierohstoffe -5,36%	Unternehmensanleih. 9,24%	EB-SMAI 3,88%	Pfandbriefe -2,14%	Staatsanleihen Europa -18,46%	Aktien EM 1,05%
Gold -1,44%	Gold -10,41%	EB-SMAI 2,8%	Industrierohstoffe 2,19%	High Yield -5,53%	Staatsanleihen Europa 6,77%	Pfandbriefe 1,9%	Aktien EM -2,54%	Wandelanleihen -18,71%	EB-SMAI 0,89%
Aktien EM -2,19%	Industrierohstoffe -14,4%	Pfandbriefe 2,17%	Pfandbriefe 0,68%	Aktien Eurozone -10,77%	Pfandbriefe 2,78%	Aktien Eurozone -1,99%	Staatsanleihen Europa -3,46%	Aktien EM -20,09%	Immobilien -0,66%
Industrierohstoffe -4,08%	Aktien EM -14,92%	Aktien Eurozone 1,73%	Staatsanleihen Europa 0,17%	Aktien EM -14,57%	Industrierohstoffe -1,86%	Immobilien -10,4%	Gold -3,64%	Immobilien -23,71%	Industrierohstoffe -2,4%

Die Kombination verschiedener Assetklassen ermöglicht Stabilität. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung EB-SIM



hatte sich der Zins innerhalb weniger Monate vervielfacht und Balanced-Portfolios haben Risiken offenbart, die manche Anleger vorher in dieser Form nicht gesehen haben. Zweifels- ohne ein Argument für Multi Asset Konzepte, die auch das bieten, was im Namen steht: die Gesamtheit an Anlageklassen.

Multi Asset: Die Anlageklassen

Zu möglichen Beimischungen gehören Gold und andere Rohstoffe oder auch Investitionen in Infrastruktur und Private Equity oder Hedgefonds. Das Verständnis für diesen Ansatz ist mit der Zeit gewachsen und sicherlich auch die Fol-

ge eines Lernprozesses. Im Zuge der Zinsentwicklung liefern beispielsweise Renditen von Anleiheemissionen und alternativen Investments auseinander: während die Anleihekupons stetig gesunken waren, lag die erwartete Ausschüttung für Erneuerbare Energien über 15 Jahre bei ungefähr vier Prozent. Heute könnten die aktuelle Zinsentwicklung und ein optimistischer Ausblick, was den Rückgang der Inflation zum Jahresende 2023 angeht, ein mögliches Gegenargument sein und die Mischung nur aus Anleihen und Aktien wieder attraktiv erscheinen lassen. Ein ganzes Bündel an politischen und wirtschaftlichen Unsicherheitsfaktoren wie

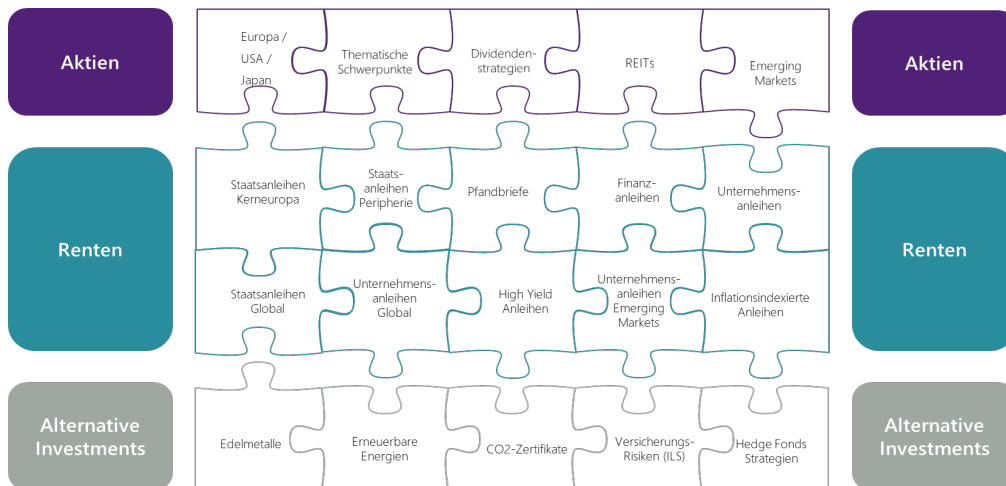
Inflationentwicklung, Notenbankpolitik, Lieferkettenprobleme und eine insgesamt unklare Perspektive für die Wirtschaftsentwicklung sprechen jedoch auch zukünftig für eine breite Aufstellung der Anlageklassen, und zwar je breiter desto besser.

Erfahrungsgemäß lässt sich allerdings feststellen, dass immer noch Aufklärungsarbeit darüber notwendig ist, dass es außer Aktien und Renten noch weitere Anlageklassen gibt. Zusätzlich haben Anlagen häufig einen „Home Bias“: in vielen Portfolios liegt ein Schwerpunkt auf deutschen und europäischen Titeln und

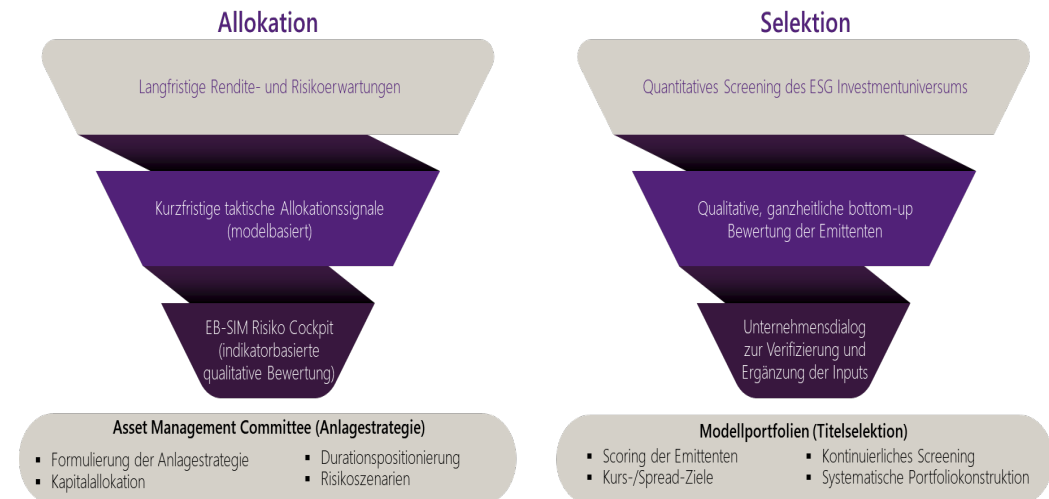
die globale Diversifikation ist eher gering einzu- stufen. Dieser Aspekt gilt vor allem für kleinere Stiftungen und Versorgungswerke, bei denen sich das ganzheitliche Verständnis offensichtlich noch in der Entwicklung befindet, während größere Investoren und auch vermögende Privatkunden auf dem Weg zu einer breiteren Diversifizierung professioneller aufgestellt sind und daher einen Impuls liefern könnten.

Multi Asset: Die Rahmenbedingungen

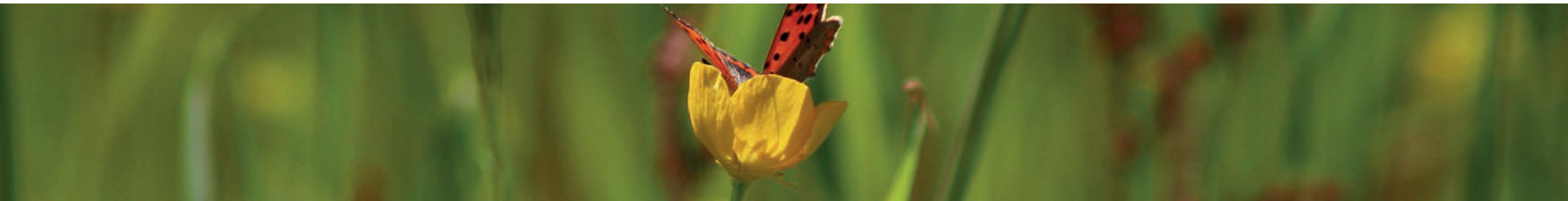
Sofern ein Multi-Asset Konzept zum Einsatz kommen soll, müssen als Basis zunächst die Rahmenbedingungen gesetzt werden, mit de-



Bausteine eines Multi Asset Ansatzes. Quelle: eigene Darstellung EB-SIM



Systematischer, zielorientierter und transparenter Prozess führt zu nachvollziehbaren Anlageentscheidungen. Quelle: eigene Darstellung EB-SIM



nen der Assetmanager mehr Spielraum bei der breiteren Mischung der Anlagen erhält. Etwa dadurch, dass der Anleger die für die Erfüllung des Anlagezwecks notwendige Rendite nennt und in diesem Zusammenhang auch die Risikotragfähigkeit umreißt. Aber auch wenn der Entschluss für eine breitere Aufstellung feststeht und Anlagerichtlinien angepasst wurden, bleiben weitere Herausforderungen. Diversifikation ist abhängig vom Anlagevolumen und in Anbetracht der Tatsache, dass sechsstellige Anlagebeträge für Spezialfonds für viele Investoren nicht darstellbar sind, gibt es für die Diversifikation gewisse Grenzen, um Übergewichtungen und Klumpenrisiken zu vermeiden. Es wurden zwar innovative Konzepte entwickelt, die liquide Mäntel für illiquide Produkte bereitstellen, allerdings hat sich in der Vergangenheit schon bei Immobilienfonds gezeigt, dass liquide Mäntel in Krisenphasen nicht mehr liquide sind, sobald mehrere Anleger aussteigen wollen. Auch der Sekundärmarkthandel erweist sich in solchen Situationen allzu häufig als Scheinliquidität.

Andererseits entsprechen alternative Assets gerade den Bedürfnissen von Stiftungen, die in langen Zeithorizonten denken. Auch mit Blick auf die Nachhaltigkeitsaspekte kann beispielsweise ein Konzept, dass langfristig Erträge aus dem Verkauf von „grünem“ Strom erzielt, gerade für Stiftungen passend sein. Grundsätzlich sollten Anleger aber nicht um jeden Preis versuchen,

geschlossene Fonds beizumischen. Es kommt vielmehr auf die bestmögliche Asset Allocation an, die für den Anleger umsetzbar und geeignet ist. Das kann auch eine Multi Asset Lösung mit ausschließlich liquiden Anlageklassen sein, wenn es die Situation erfordert. Nicht optional darf hingegen ein gutes Risikomanagement sein, denn es kommt nicht nur auf die richtige Mischung der Assetklassen an, sondern auch darauf, in welches Unternehmen konkret investiert wird. In einem Multi Asset Konzept sollte die Kombination von Anlagestrategie und Titelselektion auf Basis des gewünschten Risikoprofils systematisch erfolgen und nachvollziehbar sein, wobei die

Risikoüberwachung Teil der Allokations- und Selektionsentscheidung ist. Das Ziel ist, im Falle hoher Volatilitäten taktische Gewichte der Anlageklassen zu reduzieren. Daneben ist eine Überwachung der Risikoauslastung anhand von Volatilitäten und einer Vielzahl anderer Kennzahlen möglich.

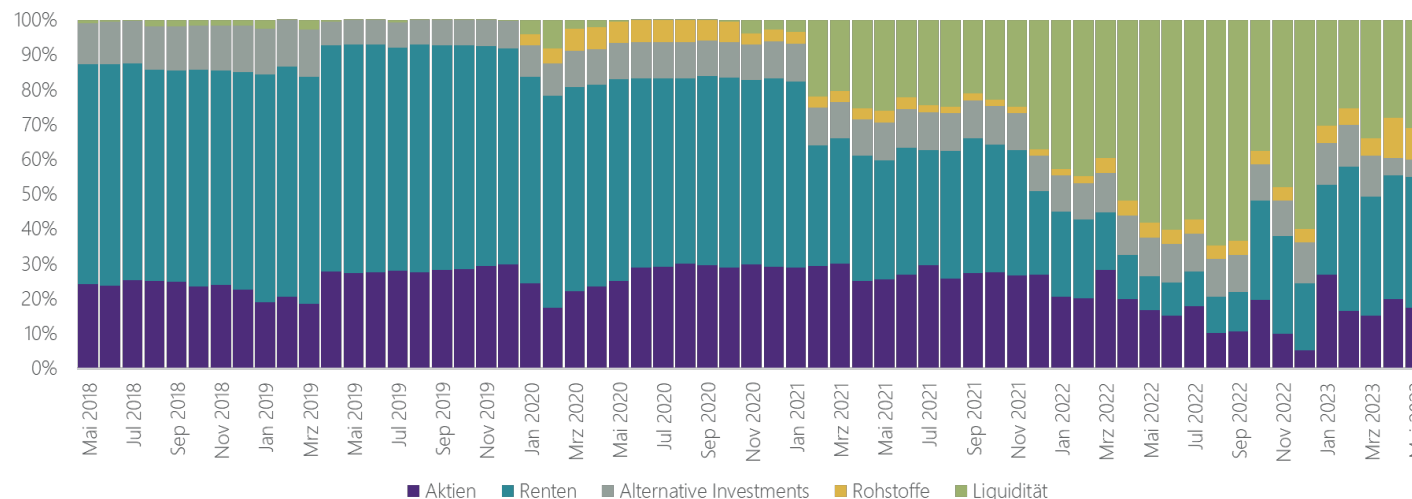
Multi Asset und Nachhaltigkeit

Zunehmend eine Rolle spielt für Anleger die Integration von Nachhaltigkeitskriterien. In Kombination mit dem Multi Asset Ansatz wird auf einen ganzheitlichen Nachhaltigkeitsfokus abzielt, um dadurch positive Performancebei-

träge mit einem verminderten Risikoprofil zu erwirtschaften. In den Multi Asset Strategien der EB-Sustainable Investment Management erfolgt die Integration der Nachhaltigkeit auf drei Ebenen:

Ebene 1: Generierung eines nachhaltigen Anlageuniversums

Negativ-Screening: Beim EB-Filter (Responsible) umfassen die Ausschlusskriterien zum einen Geschäftsfelder- und -praktiken, wie z.B. Verletzung von Menschenrechten oder Investitionen in fossile Energien. Zum anderen werden Unternehmen ausgeschlossen, die eine



Aktives Risikomanagement durch taktische Kapitalallokation, Stand: 31.05.2023. Quelle: eigene Darstellung EB-SIM



sehr geringe Nachhaltigkeit und/ oder eine stark negative Wirkung auf die SDGs aufweisen. Durch diesen Filter hat das nachhaltige Anlageuniversum eine Werte- und Wirkungsorientierung, ohne einen Diversifikationsnachteil hervorzurufen.

Ebene 2: Integration von Nachhaltigkeit in die Unternehmensbewertung

Quantitative Analyse: Über Nachhaltigkeitskriterien können Risiken und Chancen besser bewertet werden. Dabei ist für jede Anlageklasse ein eigener Ansatz zur ESG-Integration sinnvoll. Allerdings werden unabhängig von der Assetklasse immer sektorale Besonderheiten, wie beispielsweise unterschiedliche CO2-Intensitäten von Industrieunternehmen im Vergleich zu Dienstleistern, berücksichtigt.

Qualitative Analyse: Es erfolgt die Analyse von Wettbewerbsvorteilen und der Zukunftsfähigkeit bei attraktiven Unternehmen auch im Hinblick auf Nachhaltigkeit. So können weiche, nicht quantifizierbare Nachhaltigkeitselemente in die Analyse mit einbezogen werden.

Ebene 3: Kontroversen-Monitoring und Unternehmensdialoge

Kontroversen: Kontinuierlich werden aktuelle Entwicklungen und mögliche ESG-Kontroversen von Portfoliounternehmen überwacht, um Finanz- und Reputationsrisiken zu minimieren. Sollten Kontroversen bei Bestandsunterneh-

men auftreten, wird zuerst geprüft, ob das Unternehmen nun gegen die Ausschlusskriterien verstößt. Bei einem Verstoß wird das Unternehmen unter Berücksichtigung der Marktbedingungen schnellstmöglich verkauft. Sollte kein Verstoß vorliegen, obliegt es dem Portfoliomanagement den Titel neu zu bewerten.

Unternehmensdialoge: Über den Dialog mit dem Unternehmen und das öffentlichkeitswirksame Adressieren von nachhaltigkeitsbezogenen Themen wird Einfluss auf die Unterneh-

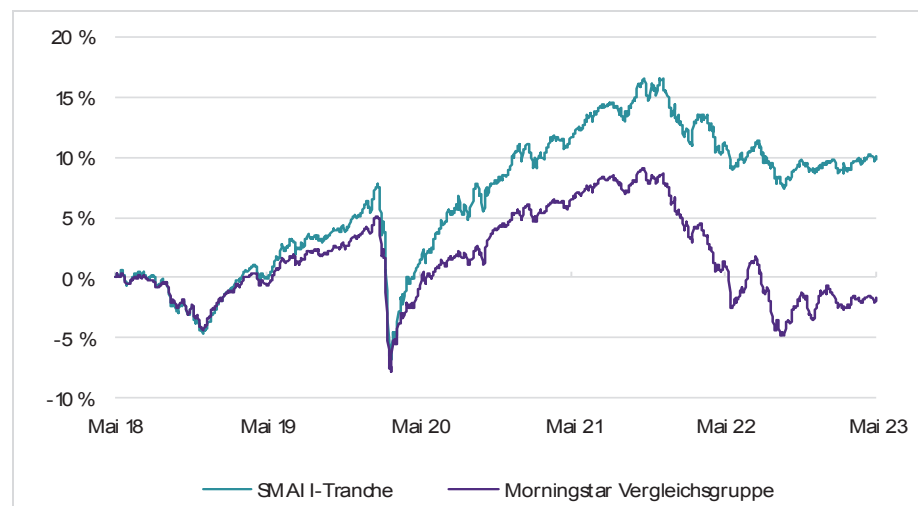
men genommen, um auf einen nachhaltigen Wandel der Unternehmen hinzuwirken. Dabei wird in der Regel ein kollaborativer Ansatz gewählt, um die Stimmen mehrerer Investoren zu bündeln und so eine möglichst große Wirkung auf das Unternehmen zu entfalten.

Die Krisen der vergangenen Jahre unterstreichen die Notwendigkeit nachhaltiger und ganzheitlicher Investmentansätze. Unsere Umwelt und unser soziales Gefüge sind in Gefahr. Wir müssen mehr tun, um sie zu erhalten. Dazu

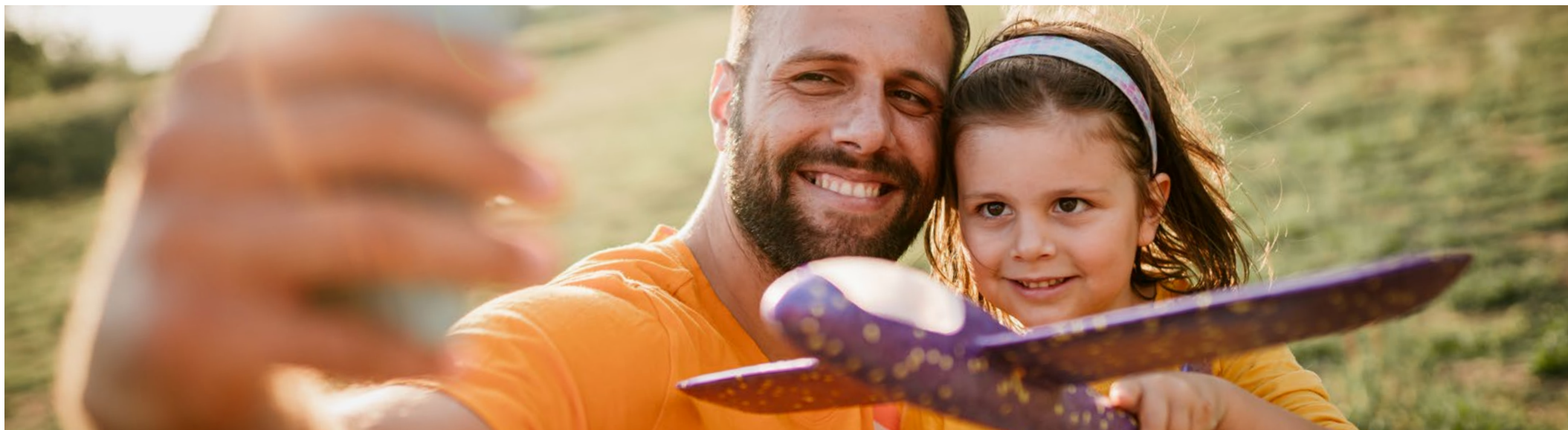
gehört auch, Kapitalströme dort hinzuleiten, wo sie benötigt werden. Das steht nicht im Gegensatz zu einer attraktiven Rendite der Kapitalanlagen. Soliden nachhaltigen Unternehmen gehört die Zukunft.

Multi Asset und aktives Management

Es gibt in jeder konjunkturellen Situation attraktive Unternehmen mit zukunftsorientierten Geschäftsmodellen. Die Aufgabe eines aktiven Assetmanagers ist es, diese zu identifizieren. Marktkorrekturen bieten dann eine attraktive Einstiegsgelegenheit. Ähnlich ist es mit steigenden Zinsen. Wenn die Zinssensitivität des Portfolios rechtzeitig reduziert wurde, kann anschließend das höhere Zinsniveau für Neuinvestitionen genutzt werden. Ein Multi Asset Ansatz ermöglicht durch die Beimischung von Sachanlagen und Alternativen Investments eine breitere Risikostreuung und schafft durch die Kombination mit einem Nachhaltigkeitsfokus eine attraktive Rendite-Risiko-Profil. Damit hat dieser Ansatz entscheidende Vorteile gegenüber reinen Balanced Ansätzen, die mit ausschließlich Aktien- und Rentenanlagen nur wenig Schutz bei Marktkorrekturen bieten. Auch in einem aktuell schwierigen Börsenjahr liegt der Fokus des defensiven Multi Asset Ansatzes der EB-Sustainable Investment Management auf realem Werterhalt und einer konstanten Ausschüttungsrendite.



EB-SMAI (WKN A1JUU9) und Vergleichsgruppe (Stand 31.05.2023). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Vergleichsgruppe besteht aus den ca. 1.100 Multi Asset Fonds der Morningstar Kategorie „EUR Cautious Allocation Global“. Quelle: Morningstar Direct



Zeitgemäße Kapitalanlage für Stiftungen

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

Jetzt Anlagemöglichkeiten entdecken

R.I. Vermögensbetreuung AG

Hinweise: Dies ist eine Marketing-Anzeige. Der Fonds kann auch innerhalb kurzer Zeiträume erheblichen Schwankungen nach oben oder nach unten unterworfen sein. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Diese sind auf unserer Internetseite www.riv.de kostenfrei und in deutscher Sprache zu finden. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte finden Sie unter www.riv.de/Anlegerrechte.



Feeder-Fonds machen Private Equity für Stiftungen sicher

Private-Equity-Fonds sind geeignet, die Rendite-Risiko-Struktur von Stiftungsportfolios zu verbessern. Vor dem Risiko, durch gewerbliche Infektion steuerpflichtig zu werden, können sich Stiftungen mit Feeder-Vehikeln zuverlässig schützen.

Von Lutz Boxberger und Nadejda de Lousanoff, Golding Capital Partners

Stiftungen stehen weiterhin unter Druck, ihre Portfolios zu diversifizieren. Die klassische Allokation in Anleihen und Aktien ist häufig nicht mehr geeignet, bei ausreichender Sicherheit genügend Rendite zu erwirtschaften, um den Stiftungszwecken dauerhaft nachkommen zu können. Nach dem Ende der Nahe-Nullzins-Zeit liefern festverzinsliche Anleihen zwar wieder höhere Erträge. Neben dem Wiederanlagerisiko ist aber die positive Korrelation zu Aktien besonders risikoreich, die viele Portfolios enorme Renditeeinbußen eingebracht hat. Eine aggressivere Ausrichtung über die Aktienquote stößt auch an Grenzen, weil sie das Portfolio angesichts sehr hoher Bewertungen starker Volatilität aussetzt und das Verlustrisiko erhöht. Im ungünstigsten Fall kann eine zu hohe Aktienquote dazu führen, dass das Stiftungskapital vollständig aufgezehrt wird.

Immer mehr Stiftungen streben daher eine gewisse Allokation in Private Markets an. Geeignet sind zum Beispiel Private-Equity-Investments, also Eigenkapitalbeteiligungen an nicht

börsennotierten Unternehmen. Mit Private Equity eröffnet sich Investoren im Vergleich zum Aktienmarkt ein um ein Vielfaches größeres Universum an investierbaren Firmen, darunter die meisten aussichtsreichen Wachstumsunternehmen, aber auch der Großteil der etablierten Marktführer in Wachstumsmärkten, sogenannte Hidden Champions.

Spezialisierte Private-Equity-Manager haben dank ihrer Marktkenntnis, ihrer Kontakte und ihres Track-Records Zugang zu attraktiven Transaktionen bei geringer Wettbewerbsintensität. Über geschlossene Private-Equity-Fonds können sich institutionelle Investoren an diesen Transaktionen beteiligen. Die geringe Liquidität solcher Engagements stellt für Stiftungen in der Regel kein Hindernis dar, da sie sich typischerweise als langfristig orientierte Investoren verstehen.

Empirische Untersuchungen belegen, dass Private-Equity-Transaktionen langfristig deutlich bessere Renditen erzielen als entsprechende Engagements am Aktienmarkt. So ergab die „Alpha-Studie“ von Golding Capital



Lutz Boxberger ist Managing Director im Bereich Structuring bei Golding Capital Partners. Nadejda de Lousanoff ist bei dem auf alternative Anlagen spezialisierten Asset Manager Director Institutional Clients.



Partners über den Zeitraum von 2000 bis 2021 eine Überrendite von rund zehn Prozent. Dieses sogenannte Alpha war in allen Marktphasen positiv. Am ausgeprägtesten war es in Krisenzeiten mit mehr als 35 Pro-

zent, in Boomphasen belief es sich auf rund 26 Prozent. In sich seitwärts entwickelnden Märkten war ebenfalls eine – wenn auch geringe – Outperformance von Private Equity gegenüber dem Aktienmarkt zu beobachten.

Darüber hinaus sind Private-Equity-Investments nur gering korreliert mit Anleihe- oder Aktieninvestments. Damit ist ein gewisser Private-Equity-Anteil geeignet, das Rendite-Risiko-Profil des Gesamtportfolios zu verbessern. Viele Stiftungen wollen deshalb Private Equity in ihrer Asset-Allokation repräsentiert sehen.

Steuerlicher Status in Gefahr?

Dennoch schrecken viele Stiftungen noch vor einem Engagement in Private Equity oder andere Private-Market-Fonds zurück. Dabei spielt die Sorge eine Rolle, sich mit der Beteiligung an einem geschlossenen Private-Equity-Fonds rechtliche und steuerliche Probleme einzuhandeln. Tatsächlich ist der steuerbefreite Status von Stiftungen mit dem Verbot verbunden, Einkünfte aus wirtschaftlichem Geschäftsbetrieb zu erzielen. Während Einkünfte aus passiven Kapitalanlagen unschädlich sind und der steuerbefreiten Vermögensverwaltung zugeordnet werden, können gewerbliche Einkünfte dazu führen, dass die Stiftung mit diesen Einkünften einen so genannten steuerpflichtigen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb begründet und insoweit keine Steuerbefreiung greift.

Private-Equity-Fonds klassifizieren steuerlich aber häufig als gewerblich tätige oder geprägte Personengesellschaften und vermitteln den Anlegern gewerbliche Einkünfte. Mit einer Beteiligung an einem solchen Fonds kann eine

Stiftung zu einem Mitunternehmer werden und Einkünfte erzielen, die als gewerbliche Einkünfte anzusehen sind. Zwar hat der Bundesfinanzhof bereits vor einigen Jahren entschieden, dass die Beteiligung einer Stiftung an einer gewerblich geprägten, aber vermögensverwaltend tätigen Personengesellschaft als Vermögensverwaltung und nicht als wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb anzusehen ist. Entsprechende Einkünfte wären damit steuerfrei.

Trotzdem ist die Unsicherheit bei vielen Stiftungen weiterhin groß. Das liegt zum einen an der wenig trennscharfen Abgrenzung zwischen vermögensverwaltenden und gewerblichen Private-Equity-Fonds nach Maßgabe der Finanzverwaltungspraxis. Zudem lässt der Bundesfinanzhof offen, ob im Fall einer sogenannten gewerblichen Infektion ein Gericht entscheiden könnte, dass ein steuerpflichtiger wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb auf Ebene der investierten Stiftung begründet würde. So könnte zum Beispiel ein Private-Market-Dachfonds „infiziert“ werden, wenn nur einer der Zielfonds, in die er investiert, gewerblich tätig ist und dem Dachfonds gewerbliche Einkünfte vermitteln.

In diesem Fall würde die Stiftung gewerbliche Einkünfte über den Dachfonds erzielen und könnte dadurch einen steuerpflichtigen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb begründen.

Feeder-Vehikel schützen vor gewerblicher Infektion

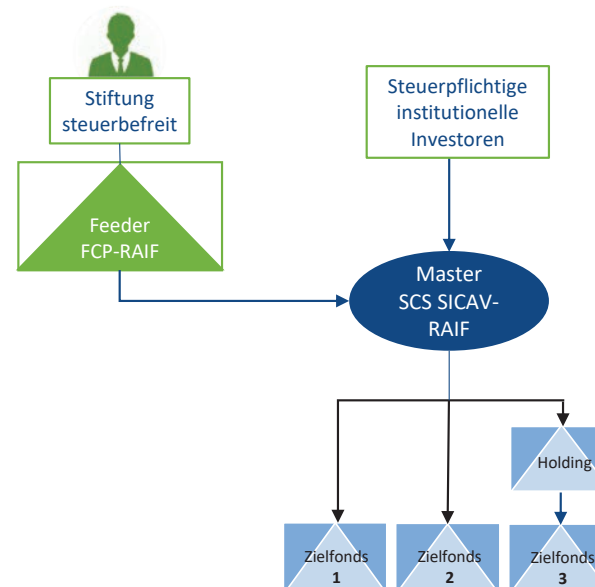
Auch für kleinere Stiftungen, denen es aus Kapazitätsgründen nicht möglich ist, die Struktur eines Fonds vollständig zu durch-

leuchten, bieten sich Möglichkeiten, das Risiko schädlicher gewerblicher Einkünfte auszuschließen. Das geschieht mittels sogenannter Feeder-Fonds. Dabei wird zwischen Investor und Private-Equity-Fonds eine Gesellschaft geschaltet, die steuerlich intransparent im Sinne des deutschen Steuerrechts ist und somit etwaige „schädliche“ gewerbliche Einkünfte gegenüber der Stiftung „blockt“. Der Feeder-Fonds vereinnahmt die Erträge des so genannten Master-Fonds und schüttet diese sodann an den Investor aus. Da diese Ausschüttungen an die Stiftung als Kapitalerträge gelten, sind sie steuerlich unschädlich.

Eine solche Beteiligung an einem Feeder-Vehikel, das häufig nach Luxemburger oder US-Recht strukturiert ist, schirmt eine Stiftung sicher von dem Risiko schädlicher gewerblicher Einkünfte ab, sofern sie auf deren laufende Geschäftsführung keinen wesentlichen Einfluss nimmt, was regelmäßig der Fall ist.

Um die bedeutende Kundengruppe der Stiftungen zu erreichen, bieten Investment-Manager zunehmend Feeder-Vehikel an. Sie bieten vor allem kleineren Stiftungen die Möglichkeit, über geschlossene Fonds in Private-Market-Fonds zu investieren, ohne steuerrechtliche Risiken einzugehen.

Master-Feeder-Struktur



Ein nachhaltiger Wachstumskurs und Individualität stehen im Fokus

Jens Krüger, St.Galler Kantonalbank Deutschland AG

Wie positioniert man sich derzeit richtig und nach welchen Lösungen besteht aktuell ein erhöhter Bedarf? Was es neben attraktiven Tagesgeldzinsen, die die SKGB DE anbietet, braucht, sind Strategien, die einerseits die gegenwärtigen Chancen nutzen, soliden Ertrag bringen und gleichzeitig die Risiken minimieren.

Rentabler CO2- Filter fürs Depot

Mit der Auflage des Finreon SGKB Carbon Focus Fonds im Januar 2022 hat die SGKB DE in Zusammenarbeit mit der Finreon AG eine innovative und stark nachhaltige Strategie entwickelt, die den finanzierten CO2-Fußabdruck eines Portfolios nicht nur reduziert, sondern sogar neutralisiert. Nach nur zehn Monaten auf dem Markt, wurde der Fonds bereits mit dem renommierten FNG-Siegel ausgezeichnet, das als Qualitätsstandard für nachhaltige Investmentfonds im deutschsprachigen Raum dient. Der Finreon SGKB Carbon Focus Fonds (ISIN DE000A3C5CL1) kombiniert ein globales Aktienportfolio mit einer smarten Strategie, die exakt 200 Short-Positionen gegenüber

Unternehmen mit einem hohen CO2-Fußabdruck aufbaut und dabei ein stark negativ finanziertes CO2-Exposure erzeugt. Es genügen bereits circa 10 % dieser Lösung, um den CO2-Fußabdruck eines globalen Aktienportfolios effizient zu neutralisieren. Das ermöglicht gerade professionellen Investoren, wie bspw. Stiftungen, ihren bisherigen Investitionspfad weiterverfolgen zu können, ohne die eigene Anlagestrategie verlassen zu müssen. Zusammengefasst ist es die ideale Wahl für diejenigen, die konsequent nachhaltig investieren und hierbei die Reduzierung des CO2-Fußabdrucks mit der Wahrung von Renditechancen kombinieren, um somit einen aktiven Beitrag zu einer nachhaltigeren Wirtschaft zu leisten.

Anders als die anderen

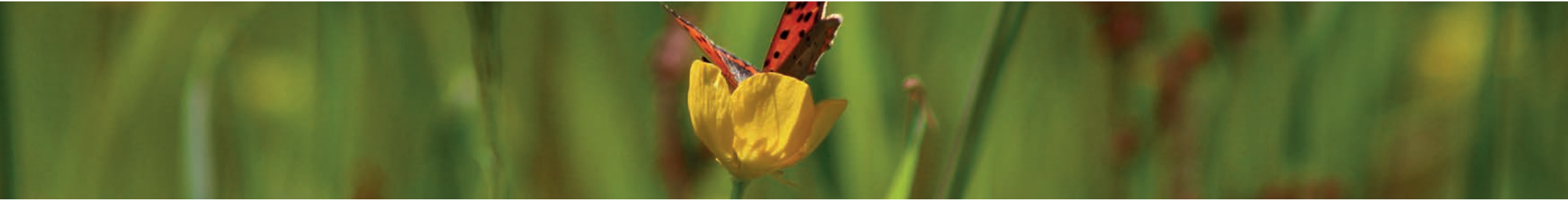
Die St.Galler Kantonalbank Deutschland AG verfügt über eine Vollbanklizenz, konzentriert sich aber konsequent auf die Vermögensverwaltung. Aufgrund der hohen Nachfrage entschied sich die Privatbank Anfang des Jahres dazu, einen neuen Geschäftsbereich für institutionelle Kunden zu



Jens Krüger, Leiter Vertrieb Institutionelle Kunden bei St.Galler Kantonalbank Deutschland AG (SGKB DE)

gründen. Einerseits, um diese gemäß ihrer heterogenen Bedürfnislage adäquat zu bedienen und gleichzeitig um sie als fairer, er-

folgreicher, innovativer und nachhaltiger Partner zu unterstützen.



Grenzüberschreitende Investments

Mit dem Buchungsstandort Schweiz ermöglicht die SGKB DE auf der einen Seite die Sicherheit der St.Galler Kantonalbank AG mit Aa1/P-1 Deposit Rating (Rating für Kundeneinlagen) von Moodys und andererseits die unabhängige, persönliche Vor-Ort-Beratung mit regelbasierten Lösungen. Der Kunde kann entscheiden, ob er den

Buchungsstandort Deutschland favorisiert oder einen Teil seines Vermögens in der Schweiz verbucht haben möchte – mit dem persönlichen Berater in unmittelbarer Nähe vor Ort in Frankfurt oder München. Immer mehr Anleger legen, neben den klassischen Merkmalen, auch Wert auf eine geografische Diversifikation. Insbesondere Vermögensverwalter, Family Offices sowie Banken

und Sparkassen machen von diesem Angebot regen Gebrauch.

Individuelle Lösungen

Individualität zeigt sich auch in der Unternehmensphilosophie des Bankhauses. So ist die Modulare Anlagelösung bereits seit acht Jahren ein fester Bestandteil der SGKB DE und die Kernkompetenz der Bank. Hierbei werden verschiedene spezialisierte Strategiebausteine angeboten, die die Anlegerwünsche bis ins Detail abbilden und die der Kunde individuell miteinander kombinieren kann. Die Anleger können dabei prognosefreie und prognosebasierte Strategien miteinander verbinden und in jeglichen Anlageklassen abbilden ohne verschiedene Anbieter auswählen zu müssen. Dabei sind hochindividuelle Lösungen möglich, die die Diversifikationsmöglichkeit von Risiko- und Renditequellen auf ein neues Niveau heben. Im vergangenen Jahr hat die SGKB DE die beliebtesten Mandatsstrategien in Fondslösungen umgewandelt. Ein Beispiel dafür ist der Finreon SGKB Tail Risk Control World ESG Fonds, der innerhalb weniger Wochen ein Volumen von über 250 Millionen Euro erreicht hat. Auch Anleger, die kein Depot bei der SGKB DE haben, können künftig diese Strategien über die Modulfonds in ihrem Portfolio einsetzen. So lassen sich auf der Aktienseite verschiedene Anlagelösungen kombinieren, die beispielsweise vor

Substanzverlusten an den Aktienmärkten schützen können, auf Qualitätstitel setzen, nachhaltige Trends identifizieren oder das CO₂-Risiko des Portfolios eliminieren. Auf der Rentenseite stehen Fondslösungen bereit, die eine Value-orientierte Strategie verfolgen, nachhaltige Trends identifizieren und eine effektive Drawdown-Kontrolle aufweisen. Im heutigen multifaktoriellen Risikoumfeld lässt sich auf diese Weise ein robustes Portfolio erstellen, das die Diversifikation von Risiken auch über verschiedene Investmentstile realisiert.

Europa ins Depot: mit 20 Jahre bewährter Strategie

Europa ist in aller Munde. Urplötzlich sind europäische Standardwerte gefragt wie nie. Dennoch steckt vielen Anlegern die Unsicherheit der letzten Jahre noch in den Gliedern. Der RB LuxTopic Aktien Europa kombiniert seit 20 Jahren europäische Blue Chip Aktien und aktive Risikosteuerung – mit Erfolg.

Geburtsstagsfeier in der nördlichen Oberpfalz. Von hier aus verwaltet Dipl.-Ing. Robert Beer seit nunmehr 20 Jahren den RB LuxTopic Aktien Europa. Die Idee dahinter klingt simpel. Die großen Aktienindizes bringen langfristig um die 8% Rendite p.a. – in den USA wie in Europa. Auch der Euro Stoxx 50 Index hat dies seit Auflage

Ende der 1980er Jahre erreicht – unter Berücksichtigung der Dividenden. Ein Plädoyer für den ETF, könnte man meinen. Doch Robert Beer ist vor 20 Jahren angetreten, es besser zu machen und die Indexfonds zu übertreffen.

Hierzu verwendet er zwei Bausteine. Zum einen hat Beer analysiert, dass die Divergenz zwischen den Top- und den schlechtesten Performern im Index oft erheblich ist und zum anderen meist über längere Zeiträume anhält. Anhand eines Algorithmus werden die 35 trendstärkeren Aktien des Index ermittelt und allokiert. So hat er meist die Aktien, die den Index verlassen müssen, bereits Monate vorher nicht mehr im Depot. Historisch werden 1–2 Aktien pro Monat gehandelt. Der Großteil verweilt über Jahre im Depot.

Der zweite Baustein basiert auf der Erkenntnis seiner knapp 40-jährigen Erfahrung, dass es

immer wieder zu teils heftigen Korrekturen am Aktienmarkt kommt. Viele Anleger verlieren in solchen Phasen die Nerven und steigen aus. Diesem Sachverhalt wird mit einem permanenten aktiven Risikomanagement begegnet. Die Basis bilden hier gekaufte Put-Optionen. Wenn die Märkte steigen, kosten diese zwar etwas Rendite und bremsen den Kursanstieg. Bei Korrekturphasen dämpfen sie jedoch den Verlust und der Fonds startet von höheren Niveaus die neue Aufwärtsbewegung.

Risikoadjustiertes Investieren nennt Beer diese Strategie. Und dies hat sich ausgezahlt. Nach 20 Jahren mit „ups and downs“ hat Beer den Euro Stoxx 50 inkl. Dividenden aus Renditesicht deutlich hinter sich gelassen. Und dies bei geringeren Risiken in den schwierigen Phasen. Auch für die Zukunft ist Beer optimistisch. Die Firmen verdienen ausgezeichnet, haben meist sehr gute Marktpositionen und exzellentes Know-How. Zwar wurde die Entwicklung in den letzten Monaten durch sinkende Volatilität und die Kosten der Absicherung gebremst. Ein Effekt, der aber nachlassen sollte.

Eine seit 20 Jahren erfolgreiche Strategie, die auch für die nächsten Jahrzehnte ein sehr gutes Rendite-

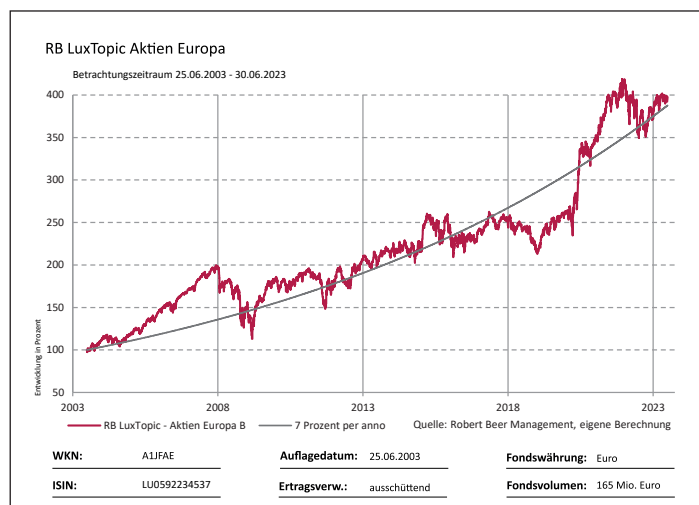
Risiko-Profil aufweisen sollte. Fondsmanager Robert Beer ist überzeugt, dass er und sein Sohn Jonas Beer als Co-Fondsmanager den Anlegern noch viel für Ihr Vertrauen zurückgeben werden.

Gründe für den Fonds im Stiftungsvermögen:

- Systematisch selektierte europäische Blue Chips als Renditequelle
- Permanente Risikosteuerung mit langjährig bewährten Derivatestrategien
- Defensiver Charakter sowie positive Korrelationseigenschaften bei starken Drawdowns
- Ausgezeichnetes Rendite-Risiko-Profil mit 20-jährigem Track Record

Rechtliche Hinweise

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt des betreffenden Fonds und das KIID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Diese Unterlagen können in deutscher Sprache kostenlos auf www.robertbeer.com unter dem betreffenden Fonds abgerufen werden. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann in deutscher Sprache kostenlos in elektronischer Form auf der Webseite unter www.dje.de/zusammenfassung-der-anlegerrechte abgerufen werden. Die in dieser Marketing-Anzeige beschriebenen Fonds können in verschiedenen EU-Mitgliedsstaaten zum Vertrieb angezeigt worden sein. Anleger werden drauf hingewiesen, dass die jeweilige Verwaltungsgesellschaft beschließen kann, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb der Anteile Ihrer Fonds getroffen hat, gemäß der Richtlinie 2009/65/EG und Art. 32 a der Richtlinie 2011/61/EU aufzuheben. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information, können sich jederzeit ändern und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Alleine verbindliche Grundlage für den Erwerb des betreffenden Fonds sind die o.g. Unterlagen in Verbindung mit dem dazugehörigen Jahresbericht und/oder dem Halbjahresbericht. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen geben die aktuelle Einschätzung der DJE Kapital AG wieder. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit, ohne vorherige Ankündigung, ändern. Alle Angaben dieser Übersicht sind mit Sorgfalt entsprechend dem Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung gemacht worden. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr und keine Haftung übernommen werden.





Webinar-Termine und Rating von Angeboten der Stiftungsvermögensverwaltung

Webinar zum Thema „Aktives Risikomanagement für Stiftungen“ mit Elmar Peine

**Termin: Dienstag, 25. Juli 2023
11-12 Uhr**

Elmar Peine stellt in diesem Webinar seine Überlegungen zu einem stiftungsadäquaten Risikomanagement vor. Anschließend wird er für Fragen und Anmerkungen zur Verfügung stehen.

Basis für das Webinar und eine hoffentlich anregende Diskussion ist der Artikel „Der vergessene Erfinder der Portfoliotheorie“ in dieser Ausgabe von RenditeWerk.

[Zur Anmeldung zum Webinar am 25.07.2023 >>](#)

Webinar zum Thema „Impact Investing“ mit Ethius Invest

**Termin: Dienstag, 19. September 2023
11-12 Uhr**

Am 19.09. führen wir zusammen mit Ethius Invest ein Webinar zum wirkungsorientierten Investieren durch. Im Zentrum des Webinars steht der „Ethius Global Impact“, der vermutlich zu den ambitioniertesten Fonds in puncto Nachhaltigkeit zu zählen ist.

Wissenschaftliche Untersuchungen haben gezeigt, dass Engagement – der Dialog mit Unternehmen – der „Königsweg“ ist, auf dem Investoren messbaren Impact erzielen können. Die Fondsiniciatorin des „Ethius Global Impact“, die unabhängige Schweizer Vermögensverwaltung Ethius Invest aus Luzern legt ein besonders großes Gewicht der Nachhaltigkeitsaktivität im Fonds auf Engagement. Julius van Sambeck kann daher im Webinar aus erster Hand von seinen jüngsten Initiativen auf Hauptversammlungen, von zielführenden Strategien, Erfolgsvoraussetzungen und den bisherigen Erfahrungen mit „Engagement“ berichten.

[Weitere Informationen zu Ethius Invest und zum Ethius Global Impact >>](#)

Wir senden Ihnen die Webinar-Einladung mit dem Link zur Anmeldung rechtzeitig und separat noch zu.

Stiftung sucht Vermögensmanager: Rating der Fuchs I Richter Prüfinstanz 2023

Grundlage des Ratings war die Ausschreibung der Berliner Wilhelm Weidemann Jugendstiftung an 62 Vermögensverwalter, von denen 30 verwertbare Angebote machten, die sich in einem mehrstufigen Prozess weiter reduzierten. Dem Rating lagen 5 „Disziplinen“ zugrunde: Anlagekonzept (55% Gewichtung), Beauty Contest (20%), Investmentkompetenz (15%), Transparenz (6%) und Serviceangebot (4%).

Am Ende ging in der Gesamtbewertung dieses „Mehrkampfes“ die BW-Bank als klarer Sieger hervor, gefolgt von der Weberbank Actiengesellschaft und dem Bankhaus Donner & Reuschel AG.

Die Leistungen der 30 Anbieter sind Gegenstand der Publikation „Stiftungsvermögen 2023 - Jugendstiftung wird nachhaltig“, die am 8.6.2023 im Verlag Fuchsbriefe erschienen ist und im Online-Shop erhältlich ist.

[Weitere Informationen >>](#)

Finanzausschreibung.de

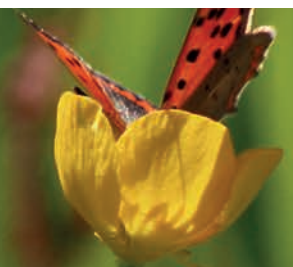
Den besten Verwalter
für das Stiftungsvermögen finden.
Ohne zu suchen.



DIE FÜHRENDE PLATTFORM FÜR FINANZAUSSCHREIBUNGEN:

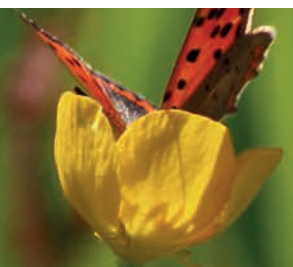
- TRANSPARENT
- FAIR
- INTERESSENKONFLIKTFREI
- KOSTENLOS
- UNVERBINDLICH

RenditeWerk +++ Bausteine +++ Stiftungsvermögen



Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten (in%)			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungsvermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2021	2020	2019	pro Jahr
KCD-Union Nachhaltig MIX	MF	A2AR3S	4/7	50	2 / 3	0,75	3	0,60	9,70	1x
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen AI	AF	A12BPQ	3/7	50	2 / 3	1,01*	18	1,00	8,10	1x
Raiffeisen-Nachhaltigkeit-Mix I A	MF		AT0000A-1G2L0	4/7	50	3 / 3	0,75	15	2,30	19,1
Stiftungsfonds ESG Global S	MF	DK0LJZ	4/7	30	2 / 3	0,45	14,3	8,00	17,9	1x
Flossbach von Storch Found. Growth SI	MF	A2QFWT	4/7	30	2 / 3	0,5	14,54			1x
BNP Paribas MacStone P	IF	A2DP6Y	2,5/7	30	0 / 3	1,4	0,2			1x
terrAssisi Stiftungsfonds AMI I	MF	A2DJT5	3,5/7	30	2 / 3	1,16	5,05	-1,50	7,40	1x
ACATIS Fair Value Modular Vermögensverwaltungsfonds Nr.1 S	MF	A0LHCK	4/7	30	2 / 3	0,73*	20,3	20,90	23,60	1x
iShares Pfandbriefe UCITS ETF (DE)	PF ETF	263526	2,5/7	30	0 / 3	0,10	-2,2	1,50	2,50	1x
Amundi Index MSCI Europe SRI PAB - UCITS ETF DR (D)	AF	LU2059756598	4,5/7	25	3 / 3	0,18	26,9	2,60		1x
Horizon Global Property Equities Fund	IF	LU1963063232	4/7	25	1 / 3	1*	38,8			ja
Morgan Stanley IF - Global Brands Equity Income Fund -IR-Anteilsklasse	AF	LU1378880097	4/7	25	0 / 3	1,04	28,7	2,70	27,8	1x
XTRACKERS MSCI WORLD ESG ETF 1C ETF	AF ETF	IE00BZ02LR44	4,5/7	25	2 / 3	0,2	37,5	5,70	33	
Bethmann Stiftungsfonds SI	MF	DWS2TB	4,5/7	25	3 / 3	0,62	5,8	4,30	9,80	1x
FOS Rendite und Nachhaltigkeit	MF	DWS0XF	4/7	25	3 / 3	0,9*	7,4	4,90	10,20	2x
Deka-Institutionell Stiftungen I	MF	DK2J6B	4/7	25	1 / 3	1,09	4,9	2,90	8,7	1x
FAROS Listed Real Assets AMI A	AF	DE000A2PPHS7	4/7	25	0 / 3	0,89	10,5			
grundbesitz global IC	IF	DE000A0NCT95	2,5/7	25	0 / 3	0,66	2,6	2,20	4	

RenditeWerk +++ Bausteine +++ Stiftungsvermögen



Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten (in%)			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungsvermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2021	2020	2019	pro Jahr
HP&P Stiftungsfonds S	MF	A2QCXF	3/7	25	1 / 3	1,1				1x
Commerzbank Stiftungsfonds Rendite E	MF	A2PMS3	4,5/7	25	0 / 3	1,15	8,2	3,30		2x
Kepler Ethik Mix ausgewogen	MF	A2PFV9	4/7	25	3 / 3	1,20	3,7	-1,90		1x
Amundi INDEX FTSE EPRA NAREIT GLOBAL UCITS ETF DR (D)	IF ETF	A2H9Q1	3,5/7	25	0 / 3	0,24	33,5		23,9	1x
Prisma Aktiv UI AK I	MF	A2H7NP	3,5/7	25	0 / 3	1,02*	5,1	8,10	8,70	1x
FVM-Stiftungsfonds	MF	A2H5XR	4/7	25	0 / 3	1,14*	6,8	0,10	10,00	1x
terrAssisi Aktien I AMI	AF	A2DVTE	4/7	25	3 / 3	0,69	36,1	7,20	33,80	1x
WI Global Challenges Index-Fonds S	AF ETF	A2DL4N	4,5/7	25	3 / 3	0,57	24,7	12,30	36,2	1x
Phaidros Funds - Balanced E	MF	A1W1QB	4,5/7	25	2 / 3	1,03*	7,8	14,10	19,8	1x
EB - Sustainable Multi Asset Invest UI	MF	A1JUU9	4/7	25	3 / 3	0,93	6,8	3,90	9,70	1x
UBS ETF MSCI Eur. & Mid. East Soc. Respons.	AF ETF	A1JA1T	4,5/7	25	2 / 3	0,28	21,2	-0,90	31,80	1x
UBS-ETF MSCI World Socially Responsible	AF ETF	A1JA1R	4,5/7	25	2 / 3	0,38	36,3	7,60	32,00	1x
CSR Ertrag Plus	MF	A1J306	4/7	25	2 / 3	0,58	1,9	1,00	3,50	1x
Aachener Spar- und Stiftungs-Fonds	IF	A1H9HS	2,5/7	25	0 / 3	0,64	-2,9	-1,80	2,90	1x
Fisch CB Global Opportunistic	WAF	A1H862	4/7	25	0 / 3	0,65*	-5,5	18,00	8,80	1x
HSBC S&P 500 UCITS ETF	AF ETF	A1C19C	4,5/7	25	0 / 3	0,19	40,7	7,00	34,70	1x
Invesco S&P 500 High Dividend Low Vola ETF	AF ETF	A14RHD	4/7	25	0 / 3	0,30	36	-19,00	21,70	1x
Vermögenspooling Fonds Nr. 2	MF	A14N9C	3,5/7	25	2 / 3	0,89	6,8	0,60	13,50	1x
Vermögenspooling Fonds Nr. 1	MF	A14N9B	4/7	25	1 / 3	0,58	5,5	0,70	7,80	1x

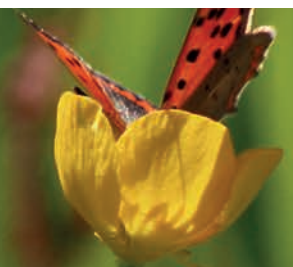
RenditeWerk +++ Bausteine +++ Stiftungsvermögen



Bausteine

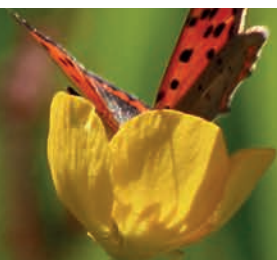
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten (in%)			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungsvermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2021	2020	2019	pro Jahr
Kepler Ethik Mix IA	MF	A11875	4/7	25	3 / 3	0,62	4	0,10	10,70	1x
Warburg Pax Substanz	MF	A0RHEV	3/7	25	3 / 3	0,68	0,2	2,80	8,80	1x
Stiftungsfonds Westfalen A	MF	A0RA4R	4,5/7	25	0 / 3	0,89	5,9	1,20	12,60	1x
Flossbach von Storch Foundation Def. SI	MF	A0M43S	3,5/7	25	1 / 3	0,53	6,7	1,40	13,50	1x
iShares DJ Eurozone Sustainability Sc.	AF ETF	A0F5UG	4,5/7	25	3 / 3	0,41	24,2	-3,90	27,80	1x
Allianz Stiftungsfonds Nachhaltigkeit P	MF	A0F417	4/7	25	2 / 3	0,94	3,3	-2,70	5,80	1x
B.A.U.M. Fair Future Fonds B	MF	A2JF71	4,5/7	25	3 / 3	0,77*	15	21,30	18,60	1x
Merck Finck Stiftungsfonds UI	MF	848398	4/7	25	1 / 3	1,07	6,8	5,40	9,10	1x
DWS Balance Portfolio E	MF DF	847130	4/7	25	1 / 3	1,01	8,1	3,20	8,00	1x
Fonds für Stiftungen Invesco	MF	802356	4/7	25	2 / 3	1,07	10,7	0,40	7,30	1x
Leading Cities Invest	IF	679182	2,5/7	25	0 / 3	1,02	2,6	2,50	3,40	1x
Deka Stiftungen Balance	MF	589686	4/7	25	2 / 3	1,18	4,3	1,10	4,50	4x
DWS ESG Stiftungsfonds LD	MF	531840	4/7	25	2 / 3	1,09	6,7	0,60	10,30	1x
Bantleon Select - Bantleon Select Infrastructurec IA EUR Inc	AF	LU1989515447	4/7	20	1 / 3	0,97	10,4	3,60		
LYXOR CORE EURO GOVERNMENT INFLATION-LINKED BOND (DR) UCITS ETF - DIST	RF	LU1650491795	3/7	20	0 / 3	0,09	6,3			
BayernInvest Euro Covered Bond Fd InstAL	RF	LU1532479786	4/7	20	0 / 3	0,74	-2,9	2,40	3,40	1x
Lyxor FTSE China A50 UCITS ETF I D	AF ETF	ETF024	5/7	20	0 / 3	0,40	3,4	21,50	37,90	1x
DWS Invest Global Infrastructure LC	AF	DE0009807057	4/7	20	1 / 3	1,12	2,2	1,70	3,5	
Gutmann Global Dividends EUR A	AF	AT0000A0LXW3	4/7	20		1,59	25,9	-8,30	22,9	

RenditeWerk +++ Bausteine +++ Stiftungsvermögen



Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten (in%)			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungsvermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2021	2020	2019	pro Jahr
Smart & Fair-Fonds	MF	A2H7NX	4/7	20	3 / 3	0,45	5,5	1,30	12,50	1x
BKC Treuhand Portfolio S	MF	A2H5XV	4/7	20	3 / 3	0,71	5,1	-0,50	9,60	1x
GLS Bank Klimafonds	MF	A2DTNB	3,5/7	20	3 / 3	1,06	0,9	10,30	11,50	1x
ODDO BHF Algo Sustainable Leaders	AF	A0RG5Y	4/7	20	3 / 3	0,74	27,42	2,20	30,7	1x
Lyxor Net Zero 2050 S&P Eurozone Climate PAB (DR) UCITS ETF - Acc	AF	LU2195226068	4,5/7	15	2 / 3	0,2	24,8			
RB LuxTopic Flex	AF	LU2185964876	4/7	15	2 / 3	1,49	16,6			
Lyxor Core Euro Government Inflation-linked Bonds ETF	RF ETF	LU1650491795	3,5/7	15	0 / 3	0,09	6,30			1x
PIMCO GIS Global Bond ESG F Instit. EUR	RF	IE00BYVX311	4/7	15	3 / 3	0,52	-2,2	5,90	5,50	1x
SPDR Refinitiv Global Convertible Bond UCITS ETF (Dist)	WAF ETF	IE00BNH72088	4/7	15	0 / 3	0,50	5,40	5,40	24,70	1x
Lyxor MSCI Emerging Markets (LUX) UCITS ETF	AF ETF	ETF127	4,5/7	15	0 / 3	0,14	10,4	7,50	21,00	1x
Deka-MultiFactor Global Corporates HY I	RF	DK0LLH	4/7	15	0 / 3	0,58	2,7	3,80	9,60	1x
EB - Dividendenstrategie Klima Global I	AF	DE000A3C5CR8	4/7	15	2 / 3	1	/			
Ethius Global Impact Inst EUR	AF	DE000A2QCX03	4,5/7	15		1,2	/			
Selection Global Convertibles	WAF	DE0008484957	3,5/7	15	1 / 3	0,91	5,3	1,90	9,20	0x
x-trackers II IBOXX GLOB. INFL.-L.	RF ETF	DBX0AL	3/7	15	0 / 3	0,25	4,8	7,80	4,60	0x
SparkChange Physical Carbon EUA ETC	ETC	A3GSS6	6/7	15	3 / 3					
The Digital Leaders Fund	AF	A2PB6M	5/7	15	0 / 3	1,1	18,7	45,30		1x
EB - Sustainable Emerging Market Corporate Bond	RF	A2JF7T	4/7	15	2 / 3	0,67	-2,66	3,20	9,3	1x
WI Global Challenges EM Index-Fonds S	AF ETF	A2DL4N	4,5/7	15	3 / 3					1x
UnilInstitutional Gl. Convertibles Sustainable	WAF	A1W8j1	3,5/7	15	2 / 3	1,00*	0,5	22,00	9,40	1x

RenditeWerk +++ Bausteine +++ Stiftungsvermögen



Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten (in%)			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungsvermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2021	2020	2019	pro Jahr
Schroder ISF Frontier Markets Eq.	AF	A1W2D2	4/7	15	0 / 3	1,43*	39,9	-7,50	16,40	1x
Fortezza Finanz - Aktienwerk I	AF	A1T6TU	4/7	15	0 / 3	0,44*	23,8	20,10	17,40	1x
Xtrackers Portfolio Income UE 1D	ETF MF	A1C1G8	3,5/7	15	0 / 3	0,65	1,7	1,80	14,60	2x
NN (L) Global Convertible Opportunities	WAF	A14SRR	3,5/7	15	1 / 3	0,92		8,70	8,50	
Uninstitutional Global Corporate Bonds Sustainable	RF	A117X3	4/7	15	2 / 3	0,68	-1,7	2,90	6,5	1x
Metzler European Smaller Companies Sustainability	AF	A0YAYL	5/7	15	2 / 3	0,79	-0,9	15,00	31,60	1x
iShares Core Euro Corporate Bond	RF ETF	A0RGEP	4/7	15	0 / 3	0,20	-1,15	2,60	6,30	1x
JPMorgan Investment Funds - Global Income Fund X (div) - EUR	MF	A0RBX6		15	0 / 3	0,10		2,90	12,20	
Strategie H&H	AF	A0M6MU	3,5/7	15	0 / 3	1,61	7,4	1,80	10,50	
Rheinischer Kirchenfonds	MF	A0JKM9	4/7	15	2 / 3	0,67	-0,57	1,40	5,60	1x
Partners Group Listed Invested Inv.	AF PE	A0B61A	5/7	15	0 / 3	1,43	52,9	3,60	43,90	0x
Candriam GF AUSBIL Global Essential Infrastructure	AF	LU2082382990	5/7	10	2 / 3	0,91	22,4			
Atlantis Japan Opportunities Fund	AF	IE00B5TB9J06	5/7	10	0 / 3	1,77	-0,1	20,20	44,80	0x
Europäischer Mittelstandsanleihen Fonds (I)	RF	A2PF0N	4/7	10	2 / 3	1,12	4,9			1x
Aramea Rendite Plus nachhaltig	RF	A2DTL8	5/7	10	2 / 3	1,05	2,5	2,00	11,9	1x
AXA IM WAVE Cat Bonds Fund	RF	A2DKNT	4/7	10	0 / 3	1,13	3,9	1,90	0,30	4x
Gamax Fund - Junior I	AF	A1JU6B	4,5/7	10	0 / 3	1,16*		14,40	22,90	0x
Nordea-1 Emerging Stars Equity Fund	AF	A1JHTL	4,5/7	10	1 / 3	1,82	-4,9	25,40	32,40	0x
Deutscher Mittelstandsanleihen Fonds I	RF	A1J698	5/7	10	0 / 3	1,40	-0,3	-1,20	6,20	1x

RenditeWerk +++ Bausteine +++ Stiftungsvermögen



Bausteine										
Fondsname	Art***	Wkn / ISIN	Risiko****	Max. empf. Anteil**	ESG	Kosten	Erträge nach Kosten (in%)			Ausschüttung
			1/7= geringes Risiko	am Stiftungsvermögen (in%)	0=keine Berücksichtigung	laufende in%	2021	2020	2019	pro Jahr
OptoFlex Y	HF	A1J4Y1	4,5/7	10	0 / 3	0,17*	8,2	0,30	11,30	1x
IIV Mikrofinanzfonds	RF	A1H44S	3,5/7	10	3 / 3	1,44	1,9	1,32	1,67	1x
Pictet - Robotics HI EUR	AF	A141RA	5/7	10	0 / 3	1,19	28,5	34,80	40,40	1x
Acatis IFK Value Renten	RF	A0X758	4/7	10	0 / 3	1,07*	1,9	-2,10	5,80	1x
LBBW Global Warming	AF	A0KEYM	5/7	10	3 / 3	1,67	35,6	16,10	32,00	1x
reconcept Green Energy Asset Bond II	Anleihe	A3MQQJ	5,5/7	5	3 / 3					1x
ART Transformer Equities I	AF	A2PB6Q	5,5/7	5	0 / 3	1,35*	28	49,40		
Metzler Alpha Strategies	HF	A1J1NT	4/7	5	0 / 3	0,46*	3,3	-14,10	5,20	1x

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.