

RenditeWerk

Zur Pflege des Stiftungsvermögens

01

März 2024

Stiftungsumfrage: Anlagejahr 2023
Stiftungsdepots des Jahres
Das Alpha der Geldanlage

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**

Inhalt 01 | 2024

05 Me, I and myself

Die Ergebnisse der Stiftungsvermögensumfrage zum Anlagejahr 2023

07 M.M. Warburg und die St. Galler ?antcnalVan_’8eutgWland

Die erfolgreichsten Vermögensverwalter für Stiftungsdepots 2023 im RenditeWerk-Contest

08 Sven C. Thielmann zur Stiftungsdepotverwaltung

09 Die Herausforderungen der Energiewende und die Bedeutung von Minengesellschaften

Dana Kallasch und Tobias Tretter, Commodity Capital, über Rohstoffe für eine Energiewende mit sicherer Stromversorgung

12 Die Zeit für Erneuerbare ist gekommen

Dirk Drews, Commerz Real, lotet die Möglichkeiten neuer Anlagekonzepte im Hinblick auf Klimaschutz und Energiewende aus

14 Der Blick in die Zukunft zeigt weiter in Richtung Wachstum

Sven C. Thielmann über die St.Galler Kantonalbank Deutschland AG, die sich konsequent auf die Vermögensverwaltung fokussiert

15 Jagd nach Alpha – kein aussichtsloses Unterfangen

Die ältere Finanzmarktforschung beurteilt die Erfolgsaussichten für aktives Management als sehr gering. Das hat sich geändert.

18 „Man muss nicht viel handeln, wenn man sorgfältig auswählt.“

Dr. Dirk Schmitt, Wagner & Florack, erläutert im Gespräch, weshalb aktive Fonds die besseren passiven Investments sein können

Impressum

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

21 Die Stiftungsdepots Unabhängiger Vermögensverwalter – Ausschüttungen, Rohstoffe, Lieblings-ETFs

Depotdaten der V-Bank, analysiert vom Institut für Vermögensaufbau, zeigen, wie unabhängige Vermögensverwalter für Stiftungen anlegen

24 Bausteine des Stiftungsvermögens

Guten Tag,

seit Ende Oktober des letzten Jahres zeigt die Trendlinie der Aktienkurse steil nach oben. Vielen Stiftungsvermögen hat das gut getan. Wie unsere aktuelle Umfrage zeigt, hat das zur hohen Zufriedenheit der Stiftungen mit ihrem 2023er-Ergebnis beigetragen. Besonders in Deutschland sehen wir aber: DAX und BIP klaffen derzeit weit auseinander. Gibt einer der beiden bald nach?



Ihr Elmar Peine

MonatsStifter

Baden-Württemberg-Stiftung,



Die Deutsche Stiftung Denkmalschutz hat den Bundespreis für Handwerk in der Denkmalpflege 2024 für Berlin ausgelobt. Vorschläge und Bewerbungen sind bis 17. Mai 2024 möglich.

[Weitere Informationen >>](#)

Finanzausschreibung.de

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



DIE FÜHRENDE PLATTFORM FÜR FINANZAUSSCHREIBUNGEN:

- TRANSPARENT
- FAIR
- INTERESSENKONFLIKTFREI
- KOSTENLOS
- UNVERBINDLICH

Me, I and myself

Die Ergebnisse der Stiftungsvermögensumfrage zum Anlagejahr 2023

Jedes Jahr führt RenditeWerk bei deutschen Stiftungen eine Umfrage über deren Vermögenssituation durch. Wir fragen, wie zufrieden Stiftungsverantwortliche mit der Vermögensentwicklung sind, wie die Zusammensetzung des Vermögens ist und wie die Planungen für die Zukunft aussehen. Die Ergebnisse der Umfrage, die wir im Januar 2024 machten, zeigen auf, wie homogen die Vermögenszusammensetzungen sind – jedenfalls wenn man von den Ergebnissen der Stiftungsvermögensanlage ausgeht.

Zufriedenheit: überwiegend heiter

„Sind Sie zufrieden mit der Vermögensentwicklung?“ „Ja, sehr“ und „Ja, etwas“ gaben 80 Prozent der uns antwortenden 105 Stiftungen an. Das heißt im Umkehrschluss, dass zusammen nur 20 Prozent der Stiftungen 2023 „weder noch“, „kaum“ oder gar „nicht zufrieden“ mit der Performance des Stiftungsvermögens waren.

Rendite: Breite Mehrheit mit moderaten Gewinnen

Beim Thema Rendite liegen die Ergebnisse

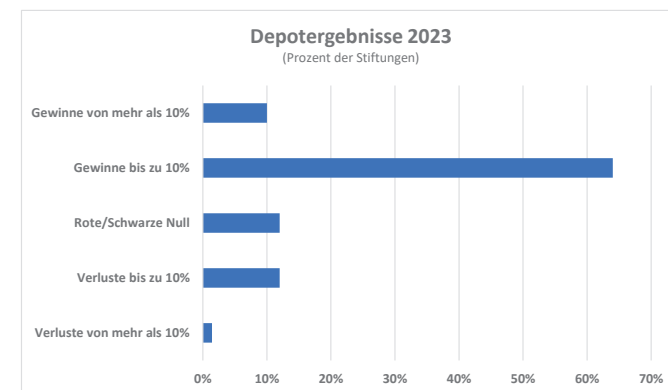
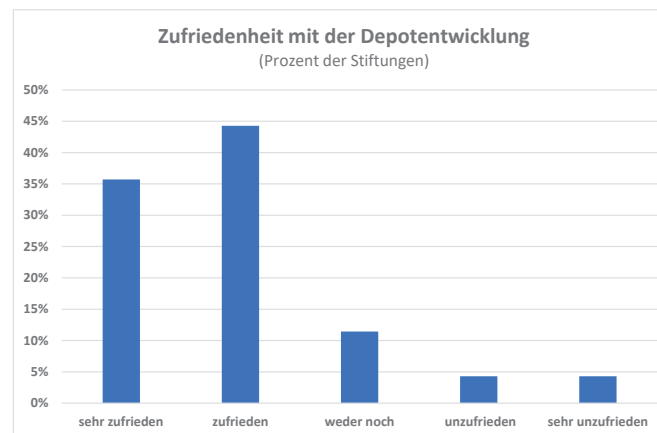
eng zusammen. Verluste, die größer als 10 Prozent ausfielen, erlebte nur eine Stiftung (1%). Jeweils 12 Prozent der uns antwortenden Stiftungen gaben an, eine Null (-2% bis +2%) bzw. einen Verlust von minus 2 bis minus 10 Prozent eingefahren zu haben. Die breite Mehrheit von 64 Prozent erwirtschaftete mit dem Stiftungsvermögen einen moderaten Gewinn von zwei bis 10 Prozent. Und

10 Prozent der Stiftungen durften sich sogar über mehr als 10 Prozent Gewinn freuen. Verglichen mit unseren letzten Umfragen und mit Blick auf den langfristigen Trend zeigen die Zahlen klar ein „Zusammenrücken“ an.

Management: Me, I and myself

Wer legt das Stiftungsvermögen an? Immer mehr Stiftungen selbst. 69 Prozent

der Stiftungen sind zumindest an den Anlageentscheidungen beteiligt oder treffen Sie gleich ganz allein. So hoch war der Anteil der Selbst- oder Mitentscheider noch nie, seitdem wir Stiftungen befragen. Offenbar entwickelt sich RenditeWerk allmählich zu einem Magazin für selbstentscheidende Stiftungen, jedenfalls ist der Anteil der Selbstentscheider in den vergangenen Jah-



ren trendmäßig immer weiter angestiegen. Demgegenüber ist der Einfluss der professionellen Berater und Verwalter aus Banken, insbesondere aus Sparkassen und Volksbanken, gesunken. Auch von Unabhängigen ließen sich 2023 nur zehn Prozent der antwortenden Stiftungen helfen; ein Jahr zuvor waren es noch 12 Prozent gewesen.

In gewisser Weise stagniert oder sinkt auch der Einfluss der Stiftungsexperten in den Fondsgesellschaften. Jedenfalls haben der Umfrage zufolge statt über 40 Prozent (2018) nur noch knapp über 30 Prozent der Stiftungen die auf sie zugeschnittenen Produkte im Depot.

Anlageklassenstruktur: Langsam ins alternative Abenteuer

In welchen Anlageklassen investieren die Stiftungen? Noch 16 Prozent halten sich an die traditionelle 70 zu 30 Regel, wonach mindestens 70 Prozent des Stiftungsvermögens in Anleihen oder Termingeld oder Liquidität steckt und maximal 30 Prozent auf risikoreichere Anlageklassen wie Aktien oder Private Equity, also direkte unternehmerische Beteiligungen, verteilt sind. Die Tendenzen sind aber eindeutig. Die selbstentscheidenden Stiftungen bauen den Anteil der risikoreichen Anlagen weiter aus. Fast die Hälfte der Stiftungen gibt an, mehr als 30 Prozent ihres Vermögens in Aktien

zu investieren. Mehr Sicherheit, also einen höheren als den 70-Prozent-Anteil an Anleihen, bevorzugen rund ein Viertel der Stiftungen.

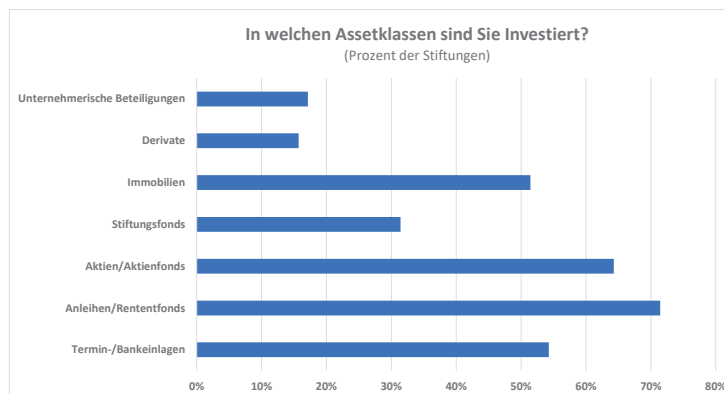
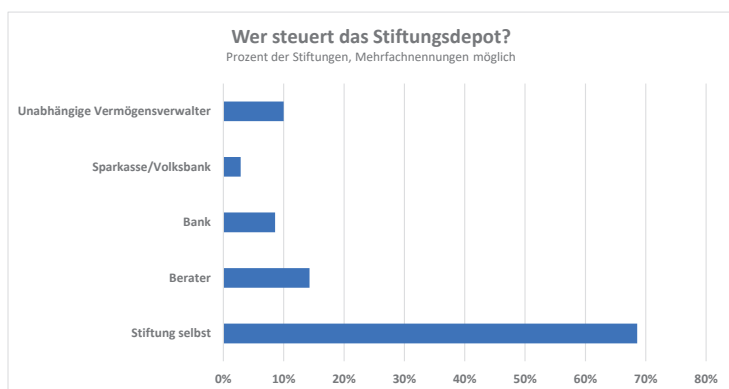
Fragt man genauer nach, dann haben rund 18 Prozent der Stiftungen direkte unternehmerische Beteiligungen, ein Wert, der nahe seines historischen Hochs von mehr als 20 Prozent vor zwei Jahren liegt, wenn auch das ganz stürmische Wachstum sich erst einmal verflüchtigt zu haben scheint. Ohne das mit harten Zahlen belegen zu können, gehen wir aus unserer Kenntnis davon aus, dass sich die klassischen unternehmerischen Beteiligungen auch weiterhin in Photovoltaikan-

lagen, Windpark-Beteiligungen und/oder Wald-Plantagen „darstellen“ werden.

Zukaufen wollen die Stiftungen auch Immobilien-Assets. Anteile an offenen und an geschlossenen Fonds weisen der Immobilie nicht nur den Charakter der eigengenutzten eingesparten Ausgabe, sondern auch den des aktiven Renditebringers zu. Wir halten den Gang in die Sachwerte, der mit einer Reduzierung von Anleihen und anderen nominal fixierten Vermögenswerten einhergeht, für sehr hilfreich: Zwar dürften sich die Schwankungen des Stiftungsvermögens etwas erhöhen, aber dafür sinkt mit jeder Immobilie mehr und mit jener Anleihe weniger die Katastrophenanfälligkeit des zumeist der Gemeinnützigkeit vorbehaltenen Stiftungsvermögens.

Stürmische Zeiten: Ruhige Hände

Zusammengefasst neigen die meisten Stiftungen – jedenfalls wenn man die Antworten auf unsere alljährliche Umfrage zur Vermögenssteuerung und -entwicklung zum Maßstab nimmt – nicht zu großen Veränderungen. Statt auf die multiplen Krisen mit Panik zu reagieren und damit die Situation zu verschlimmern, bleiben sie auch in der aktuellen Situation ziemlich ruhig. Rund die Hälfte der von uns Befragten will nämlich in 2024 gar nichts ändern.



M.M.Warburg und die St.Galler Kantonalbank Deutschland

RenditeWerk hebt wie jedes Jahr Vermögensverwalter heraus, die besonders erfolgreiche Stiftungsdepots kreiert haben. In diesem Jahr zeichnen wir als erfolgreichste Stiftungsdepotsteuerer 2023 die Hamburger Privatbank M.M.Warburg sowie die St. Galler Kantonalbank Deutschland aus.*

Das beste defensive Stiftungsdepot des Jahres reichte uns das traditionsreiche und momentan (ungewollt) häufig im Fokus stehende Hamburger Bankhaus M.M.Warburg mit einem Ergebnis von 8,4 Prozent für ein reines Anleihen-Depot ein.



Den Titel für das offensive Stiftungsdepot des Jahres (Aktienanteil größer/gleich 30 Prozent) heimste die deutsche Tochter einer halböffentlichen Schweizer Bank ein, die St. Galler Kantonalbank Deutschland. Ihr 23er Ergebnis für Stiftungen: 17,03 Prozent.

Das defensive Stiftungsportfolio von M.M.Warburg, ein Depot ohne Aktien, hielt zu Beginn des Jahres 2024 (Stichtag 31.1.2024) rund 31 Prozent des Vermögens in Staatsanleihen, mehr als 60 Prozent in Unternehmensanleihen und fast sieben Prozent in Pfandbriefen. Der sich in dieser Asset Allokation (wegen des relativ großen Anteils an Unternehmensanleihen) ausdrückende

Konjunktur- und Zinsoptimismus – neben dem unternehmerischen Risiko sind auch die verhältnismäßig langen Restlaufzeiten sowie die eher niedrige Durchschnittsbörsennotierung weitere Indizien für eine Optimismus-Strategie – machte sich für die anlegenden Stiftungen voll bezahlt. 2023 konnte ein ordentlicher Ertrag von mehr als drei Prozent ausgewiesen werden – nach Kosten versteht sich. Für uns typisch sind zwei Unternehmensanleihen: Eine Nachranganleihe von der Otto Group – die mittlerweile zu den größten Online-Händlern hierzulande gehört – zeigt, dass man auch mit Anleihen riskant anlegen kann. Und eine Anleihe

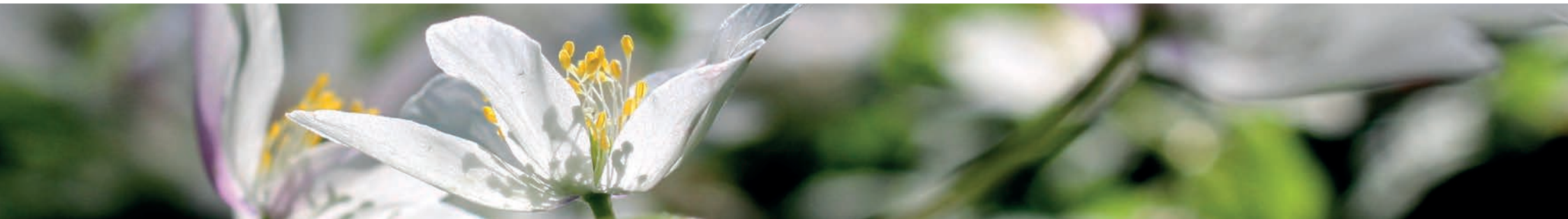
von Zulieferer Schäffler demonstriert, dass man auch mit geringerem Risiko attraktive Erträge erzielen kann. Sie bringt aktuell bei einem guten (aber nicht sehr guten) Rating von BB+ immerhin eine Rendite von 3,63 Prozent. Übrigens: Dass M.M.Warburg nicht nur defensiv anlegen kann, macht noch eine andere Ehrung deutlich. Firstfive zeichnete die Hamburger Bank nämlich als „Vermögensverwalter des Jahres 2023“ aus. Um den Titel kann sich nur bewerben, wer in mindestens drei (von vier) Risikoklassen über verschiedene Zeiträume reale Exzellenz, d.h. überdurchschnittliche Performance mit Kundengeldern nachweist.



Weitere Vermögensverwaltungen, die RenditeWerk für den defensiven Bereich ihre Daten übermittelten, erzielten 2023 Spitzen-ergebnisse. Hinter M.M. Warburg folgten auf den Rängen zwei und drei die Stiftungsdepots der KSK (7,17%) und der Fürst Fugger Bank (6,11%).

Das offensive Stiftungsdepot des Jahres wurde von der deutschen Tochter der St. Galler Kantonalbank strukturiert. Die 17,03 Prozent Jahresperformance für 2023 sind das beste uns für diesen Zeitraum gemeldete Ergebnis. Wir konnten dem Deutschland-Chef der St. Galler Kantonalbank, Sven C. Thielmann, einige Fragen stellen, die wir im Folgenden zusammen mit den Antworten dokumentieren.

* Die Auszeichnung „Stiftungsdepots des Jahres“ basiert auf den Meldungen realer (und uns belegter) Performance-Zahlen für eine oder mehrere Stiftungen durch Vermögensverwaltungen. Berücksichtigung finden zwei Risikoklassen (defensiv = Keine Aktien; offensiv = Aktienanteil mindestens 30%).



Sven C. Thielmann zur Stiftungsdepotverwaltung

RenditeWerk: Was waren die größten Herausforderungen für Stiftungsvermögen 2023 und was sind sie 2024?

Sven Thielmann: Anfang 2023 war noch nicht klar, ob der reale Kapitalerhalt – aufgrund des inflationären Umfelds und des Zinsniveaus – zu moderaten Risiken erreicht werden kann. Heute sehen wir eine gute Ausgangssituation, die attraktiven Renditen der Rentenmärkte für die nächsten Jahre zu nutzen. Auf der anderen Seite hat der Aktienmarkt viele Risiken ausgepreist, sodass es nur eine Frage der Zeit ist, wann aktienlastige Stiftungsvermögen mit mehr Volatilität rechnen müssen.

RW: Ganz generell: Worum geht es Ihnen bei der Anlage für Stiftungen?

Sven Thielmann: Für uns steht das Bedürfnis der Stiftung im Fokus. Wir versuchen, jedes Anliegen zur vollsten Zufriedenheit zu erfüllen und gleichzeitig den regulatorischen Spielraum einzuhalten und zu nutzen. Gleichzeitig sind wir in den vergangenen Jahren mit sehr hohen Erwartungen konfrontiert gewesen. Manchmal gehört es dann auch dazu, dies mit einer realistischen Einschätzung zu beantworten und keine falschen Versprechungen zu geben. Kunden,

die unseren Rat berücksichtigt haben, wurden von den schnell steigenden Renditen und dem Crash an den Rentenmärkten nicht überrascht, da wir insbesondere im Rentenbereich den Fokus auf das Risikomanagement gelegt haben.

RW: Gehören Anleihen noch in das Fach „Sichere Anlagen“?

Sven Thielmann: Ja, wieder - sie waren es die letzten Jahre nicht. Absolute Sicherheit bleibt nur im Tages- oder Termingeld - und dort nur augenscheinlich, da Zinssenkungen einen direkten, negativen Einfluss auf das Stiftungsvermögen haben. Mit Blick in die Zukunft empfehlen wir ganz klar gemischte Portfolios soweit es die Anlage Richtlinien zulassen.

RW: Wie lange kann die Spreizung zwischen der realwirtschaftlichen Krise auf der einen und den immer neuen Börsenrekorden auf der anderen Seite anhalten?

Sven Thielmann: Da die Börsenrekorde nur von wenigen hochkapitalisierten Unterneh-



*Sven C. Thielmann
Deutschlandchef der
St.Galler Kantonalbank
Deutschland AG*

bleiben anfällig für Korrekturen der großen Tech-Unternehmen und haben gleichzeitig die Chance, durch einen Aufholeffekt des übrigen Marktes getragen zu werden. In diesem Moment ist es absolut zentral, ein sehr gut diversifiziertes Portfolio zu haben.

RW: Welche Investments haben besonders zu dem starken Ergebnis 2023 beigetragen?

Sven Thielmann: Ganz klar globale Aktien und hier im Besonderen der Technologiebereich. Das starke Ergebnis ist allerdings die indirekte Folge unserer Risikomessung, die hohe Aktienquoten zugelassen hat. Wir ziehen es vor, Stiftungsportfolios aus der Risikoperspektive und nicht aus der Performanceperspektive zu steuern. Das gebieten die Erwartungen unserer Kunden und die Anforderungen an den Stiftungszweck sowie Kapitalerhalt.

men getrieben werden, ist diese Spreizung im breiten Markt nicht so deutlich, wie bei marktgewichteten Indizes. Die Aktienmärkte



Die Herausforderungen der Energiewende und die Bedeutung von Minengesellschaften

Die Energiewende macht deutlich, dass Strom eine entscheidende Rolle für die Mobilität und wirtschaftlichen Wohlstand spielt. Für eine sichere Stromversorgung sind Rohstoffe wie Lithium, Kupfer und Nickel unverzichtbar.

Von Dana Kallasch und Tobias Tretter, Commodity Capital

Die Energiewende steht weltweit im Fokus politischer Diskussionen und treibt sowohl Einzelpersonen als auch Unternehmen dazu an, sich auf eine umfassende Umstellung der Energieerzeugung vorzubereiten. Während die Debatte über die Abschaltung und den Ausbau von Atomkraftwerken weiterhin hitzig geführt wird, wird deutlich, dass Strom eine entscheidende Rolle für die Mobilität und das weitere wirtschaftliche Wohlergehen spielt. Die zunehmende Verbreitung von Elektrofahrzeugen ist nur mit einer sicheren Stromversorgung gewährleistet, für die wiederum Rohstoffe wie Lithium, Kupfer und Nickel unverzichtbar sind.

Die Realisierung der Energiewende erfordert nicht nur die Planung und den Bau von Windkraftanlagen, Solarparks und Wasserkraftwerken, sondern auch eine ausreichende Verfüg-

barkeit von Rohstoffen. Der Fokus darf nicht allein auf der Konzeption solcher Kraftwerke liegen; vielmehr müssen sie auch mit den notwendigen Materialien realisiert werden.

Die Energiewende stellt somit hohe Anforderungen an Investitionen, sowohl finanzieller als auch materieller Art. Insbesondere die Rohstoffnachfrage könnte durch diese Entwicklung einen Superzyklus erfahren, da die benötigten Mineralien vermehrt aus der Erde gewonnen werden müssen. Doch während die Nachfrage steigt, stagnieren weltweit die Investitionen in neue Rohstoffprojekte. Ein Hauptgrund dafür liegt in der Sorge vieler institutioneller Investoren bezüglich der Einhaltung der ESG Kriterien wie z.B. den Umweltauswirkungen und dem Raubbaus an der Natur, der mit dem Rohstoffabbau einhergeht. Doch diese Sorge – welche auch durch die Regulatorik befeuert wird – ist nur teilwei-



Dana Kallasch ist Managing Partner und Chief Executive Officer bei der Commodity Capital AG und Tobias Tretter ist bei der in Zug, Schweiz, ansässigen Fondsboutique Managing Partner und Chief Investment Officer.



se richtig. Moderne Minengesellschaften sind in vielen Ländern hocheffizient und achten auf alle 3 Punkte wie die folgenden Beispiele zeigen:

Environmental: heutzutage ist es in vielen Ländern Standard Wiederaufforstungspläne schon zu Beginn der Projektierung aufzubauen und Geld für die Renaturierung zurückzulegen.

Social: Faire Löhne sind beispielsweise ebenso Standard wie der Ausschluss von Kinderarbeit.

Governance: Bestechungsversuche und andere Delikte werden strafrechtlich verfolgt und sind schon lange kein Bestandteil im Aufbau von Minengesellschaften.

Die aktuelle Lage ist prekär:

Zum einen stellt die lange Vorlaufzeit von Förderprojekten von meist 15 bis 20 Jahren eine große Herausforderung dar und lässt Zweifel aufkommen, ob das Angebot mit der steigenden Nachfrage Schritt halten kann. Die Verfügbarkeit von Rohstoffen wird zudem im Allgemeinen als selbstverständlich angesehen. Im Zuge sinkender Förderquoten ein gefährlicher Irrglaube.

Eine zweite, zentrale Herausforderung ist die Abhängigkeit von China als Hauptlieferant kritischer Rohstoffe. Die chinesische Wirtschaft dominiert die Mitte der Lieferkette, indem sie Rohstoffe aus anderen Ländern

importiert und weiterverarbeitet. Gestein aus Afrika wird nach China verschifft, dort verarbeitet und dann nach Europa oder die USA exportiert. Die Erkenntnis, dass solche Abhängigkeiten gefährlich sind, führte zu einer großen Besorgnis in den USA und zum Teil auch in Europa, die nun versuchen verstärkt in den Aufbau eigener Verarbeitungsinfrastruktur zu investieren, um sich von dieser Abhängigkeit zu lösen.

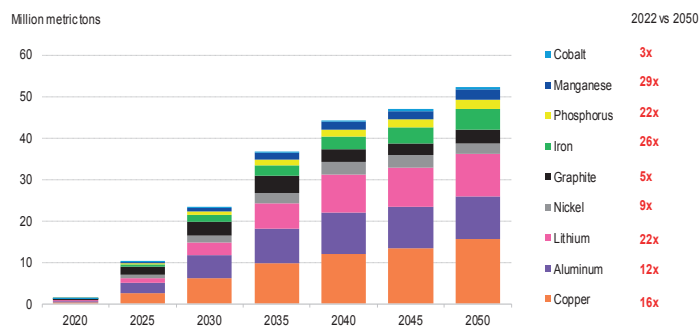
Die Frage, ob die Preise von Rohstoffen in Zukunft stärker von der Energiewende und weniger von konjunkturellen Entwicklungen abhängen werden, hängt vom Zeithorizont ab. Während kurzfristig die chinesische Wirtschaft und ihre langsamer als erwartete Erholung nach der Zero-Covid-Politik einen Einfluss auf die Rohstoffpreise haben, könnten langfristig die globale Energiewende und die aktuell zögerliche Haltung der Investoren sowie die daraus resultierenden Engpässe in der Versorgung mit Rohstoffen die Preise maßgeblich beeinflussen.

Minengesellschaften sind nach dem Einbruch der letzten beiden Jahre extrem günstig bewertet, aber in Zeiten der Energiewende von besonderem Interesse, da sie eine Schlüsselrolle bei der Bereitstellung der benötigten Rohstoffe spielen und somit einen bedeutenden Beitrag zur Realisierung einer nachhaltigen Energieversorgung leisten können.

Als nachhaltiger Rohstoffinvestor achtet die Commodity Capital AG allen Fonds auf die Einhaltung der ESG Kriterien und besucht die Projekte vor Ort.

Weitere Informationen zu unseren Produkten, den ESG Richtlinien und Investitionsmöglichkeiten finden Sie unter www.commodity-capital.com

Nachfrage nach kritischen Rohstoffen



Quelle: BNEF, Commodity Capital AG

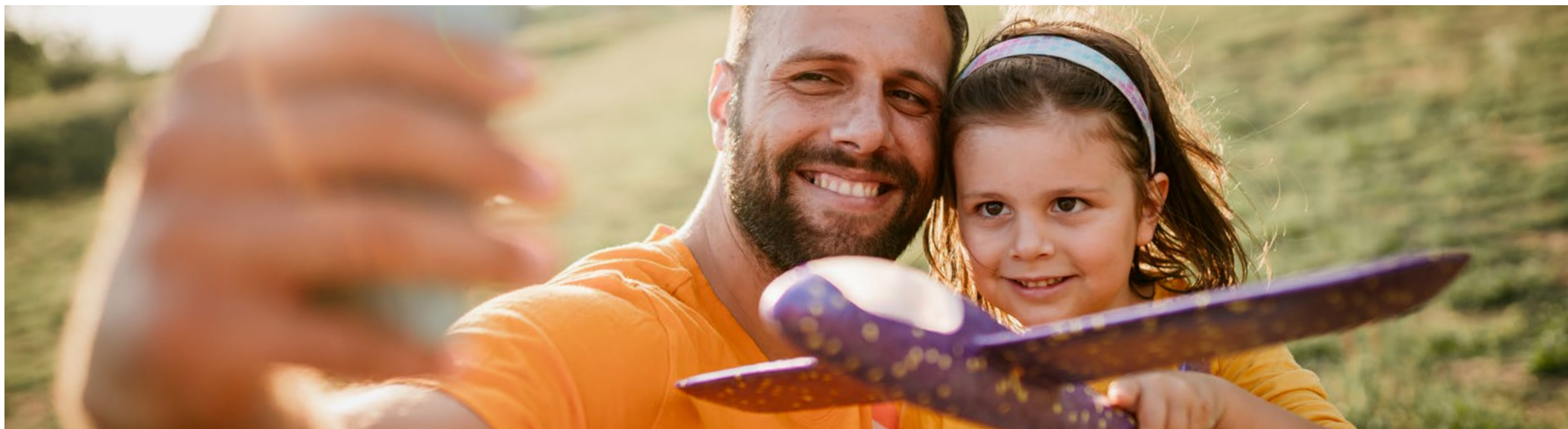
Webinar am 9. April, 11 Uhr, zum Thema: „Die Herausforderungen der Energiewende und die Bedeutung von Minengesellschaften“

RenditeWerk und die Commodity Capital AG laden interessierte Stiftungen zu einem Rohstoffe-Webinar ein, das die im vorstehenden Gastbeitrag angesprochenen Themen weiter vertieft.

Das Webinar findet am 9. April, einem Dienstag, um 11 Uhr statt. Referentin ist die Mitautorin des Gastbeitrags Dana Kallasch.

Einleitend erörtert sie die generelle Bedeutung von Rohstoffen für die Energiewende. Zur Konkretisierung der damit verbundenen Chancen und Probleme nimmt Dana Kallasch einige wichtige Rohstoffe wie Kupfer, Lithium oder auch Gold genauer unter die Lupe. In diesem Kontext rückt dann auch die Rolle von Minengesellschaften in den Fokus. Zu guter Letzt werden wir erfahren, wie das alles mit Nachhaltigkeit zusammenpasst oder auch nicht – und dann in eine hoffentlich spannende Diskussion eintreten.

Die Anmeldung zum Webinar am 9. April 2024, um 11 Uhr verschicken wir an Sie in einer separaten Einladung



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.





Die Zeit für Erneuerbare ist gekommen

Dirk Drews, Global Head of Sales Private & Business Clients, Commerz Real

Viele Privatanleger möchten mit ihrer Kapitalanlage neben einer langfristig attraktiven und möglichst verlässlichen Rendite auch eine gesellschaftliche Verantwortung übernehmen, zum Beispiel in Hinblick auf die Themen Klimaschutz und Energiewende. Bestimmte Investments einfach auszuschließen genügt diesen Anlegern nicht mehr. Zudem hat die Diskussion um „Greenwashing“ viele verunsichert. Deshalb ist es an der Zeit, einen sachlichen Blick auf die bestehenden Möglichkeiten zu werfen.

Zunächst einmal ist festzustellen, dass nicht jedes Investment in Klimaschutz-Technologie, Erneuerbare Energien oder die benötigte Infrastruktur unmittelbar diesen Zwecken zufließt. Viele „grüne“ beziehungsweise „nachhaltige“ Anlageprodukte für Privatanleger basieren auf börsennotierten Aktien oder Anleihen von Unternehmen mit entsprechenden Geschäftsmodellen.

Dagegen ist im Grunde nichts zu sagen, dem Anleger sollte nur klar sein, dass sein Kapital beim Kauf einer Aktie oder Anleihe über die



Dirk Drews, Global Head of Sales Private & Business Clients, Commerz Real

Börse in der Regel nicht direkt den Unternehmen zufließt, sondern dem Vorbesitzer dieser Wertpapiere. Dasselbe gilt für entsprechende Aktien- oder Anleihefondsstrategien. Die einzige Ausnahme bilden neue Aktien aus Kapitalerhöhungen oder Neuemissionen von Anleihen.

Horizontale und vertikale Investments

Diese Art der „horizontalen“ Investitionsstra-

tegie – also Anleger handeln untereinander mit den Wertpapieren – ist somit unbedingt zu unterscheiden von einer „vertikalen“ Kapitalanlage, bei der die Anlagesumme entsprechenden Assets wie zum Beispiel Photovoltaik- oder Windenergieanlagen zufließt.

Hinzu kommt noch ein Nebeneffekt: Einige „nachhaltige“ Aktienfonds setzen auf „Best-in-

Class“-Unternehmen oder schließen einzelne Geschäftsmodelle einfach aus, sind aber ansonsten breit investiert. Sie setzen also zum Beispiel gezielt auf die Autohersteller, die nach Meinung der Fondsmanager die klimafreundlichste Flotte produzieren, oder schließen Stromerzeuger mit einem Kernkraftwerks-Portfolio aus. Auch ein solcher Ansatz mag durchaus legitim sein. Nur sollte den Anlegern dabei klar sein, dass die tatsächliche Wirkung solcher Investments eine gänzlich andere ist als bei einer Investition, die konkret der Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien oder ähnlichen Nachhaltigkeitszielen zufließt.

Kein „grauer Kapitalmarkt“ mehr

Abseits des Aktien- und Anleihemarkts waren die Möglichkeiten für Privatanleger, Investments mit nachhaltiger Wirkung etwa in Erneuerbare-Energien-Infrastruktur zu tätigen, lange Zeit begrenzt und eher dem wenig regulierten „grauen Kapitalmarkt“ zuzuordnen. Leider war nicht jede dieser Vermögensanlagen erfolgreich, und einige medienwirksame Pleiten haben alternative Investments in Erneuerbare zeitweise pauschal in ein schlechtes Licht gerückt.



Unbegründet, wie man inzwischen sagen muss. Denn neben geschlossenen Fondsstrukturen, die in erster Linie vermögendere Anleger vorbehalten sind und das Kapital für viele Jahre fest binden, gibt es inzwischen zwei offenere Fondsstrukturen, die auch semiprofessionellen und Privatanlegern ein transparentes, streng reguliertes und relativ flexibles vertikales Investment ermöglichen.

ELTIF und Infrastruktur-Sondervermögen

Das eine ist der European Long-Term Investment Fund, kurz ELTIF, der 2015 eingeführt wurde. Er erlaubt unter relativ offenen Rahmenbedingungen, die an Offene Immobilienfonds in Deutschland erinnern, den europaweiten Vertrieb entsprechender Fonds, die in bestimmte, nicht börsennotierte Unternehmen und Infrastruktur investiert sein können – und somit auch in Erneuerbare-Energie-Anlagen. Ein Ziel der europäischen Gesetzgeber war es, privates Kapital für die Finanzierung der Energiewende und anderer Infrastrukturprojekte zu mobilisieren, Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern und Anleger an der Wertschöpfung dieser Unternehmen und Projekte partizipieren zu lassen. In der Anfangszeit führte der ELTIF zunächst ein Schattendasein, hat aber mit der Einführung entsprechender und passender Produkte inzwischen merklich an Fahrt aufgenommen. Diese Fahrt wird sich unseres Erachtens

noch beschleunigen, denn mit der Reform der EU-weiten ELTIF-Verordnung (ELTIF 2.0) wird dieses Produkt auch für Anleger mit geringeren Mindestanlagesummen wesentlich attraktiver. Einzelne Details (Technische Regulierungsstandards, RTS) sind derzeit noch auf europäischer Ebene in der Abstimmung, sollten aber in Kürze geklärt sein.

Das andere Instrument ist das Offene Infrastruktur-Sondervermögen, das die Bundesregierung im Rahmen des sogenannten Fondsstandortgesetzes ab 2021 geschaffen hat. Es transportiert praktisch die Strukturen des Offenen Immobilienfonds in die Anlagewelt der Infrastruktur, wozu auch Erneuerbare gezählt werden. Die lang geforderte Einführung dieser neuen Produktklasse ist nur folgerichtig und zu begrüßen – ebenso, dass es auch schon Produkte gibt. Die Struktur ist per se nicht schlecht. Die Frage ist nur, ob sie sich als deutsche Insellösung dauerhaft wird durchsetzen können. Der ELTIF dürfte als europaweites Produkt auf lange Sicht eine größere Vielfalt bieten und erlaubt nach den jüngsten Anpassungen auch mehr Flexibilität bei der Assetauswahl und Liquiditätssteuerung als das Sondervermögen. Für unseren eigenen Fonds „Klimavest“ stand bei Fondsaufgabe 2020 nur der ELTIF zur Verfügung, das Infrastruktur-Sondervermögen gab es noch nicht. Der Appetit der Anleger auf Erneuerbare-Energien-Investments ist zweifellos vorhan-

den: Trotz der gesetzlichen Mindestanlagesumme von 10.000 Euro und der Erfordernis von mindestens 100.000 Euro verfügbarem Anlagevermögen, haben bis dato mehr als 20.000 Anleger rund 1,3 Milliarden Euro in Klimavest investiert.

Das Asset steht im Mittelpunkt

Das entscheidende Kriterium für den langfristigen Erfolg einer Kapitalanlage ist ohnehin weniger die rechtliche Struktur – sofern es sich zumindest um vollregulierte Vehikel handelt – als vielmehr die Qualität der Assets und der Ertragsströme. Erneuerbare-Energie-Anlagen erzeugen Strom aus Sonne, Wind, Wasserkraft, Geothermie und ähnlichen, nicht-fossilen Energiequellen. Im engeren Sinne sind zumeist Photovoltaik und Windkraft gemeint. Erforderlich ist zudem eine entsprechende Infrastruktur zur Speicherung, Einspeisung und Übertragung des Stroms.

Naturgemäß ist die Produktion aus Sonnen- und Windenergie tages- und jahreszeitlichen sowie witterungsbedingten Schwankungen ausgesetzt. Bei langfristigem Investitionshorizont sowie breiter Streuung über Erzeugungsarten und -orte gleichen sich diese Schwankungen aber größtenteils aus. Im langfristigen Verlauf können die Stromerträge relativ gut prognostiziert werden. Der zweite wesentliche Faktor neben der Stromproduktion ist dessen Vermarktung. Der unmittelbare Strommarkt

ist sehr volatilen Preisen ausgesetzt. Mehr Stabilität versprechen staatlich über einen Zeitraum von in der Regel 20 Jahren garantierte Einspeisebedingungen oder langfristig vereinbarte Stromabnahmeverträge mit Versorgern oder großen Verbrauchern, zum Beispiel aus der Industrie.

Erneuerbare sind kein Spekulationsobjekt

Solche Strategien sind gut geeignet, um die Volatilität von Erneuerbare-Investments zu verringern. Grundsätzlich sollten Erneuerbare aber immer als Langfrist-Investments verstanden werden. Kurzfristige Wertschwankungen wie etwa an den liquiden Aktienmärkten sind hierbei nicht vorgesehen, genauso wenig wie langfristige Wertzuwächse wie an den Immobilienmärkten. Bei Erneuerbaren handelt es sich um Betriebsvermögen, das im Laufe der Zeit abgeschrieben wird – und währenddessen attraktive Cashflows generiert. Nicht mehr, aber auch nicht weniger.

Wer als Anleger genau das sucht – und gleichzeitig mit seiner Investition die Energiewende unterstützen will, der findet heutzutage ein entsprechendes Produktangebot, das es in dieser Form noch vor wenigen Jahren nicht gab. Der politische Rückenwind für das Thema Energiewende sollte zudem dafür sorgen, dass privatem Kapital noch mehr als bisher der Weg bereitet wird.

Der Blick in die Zukunft zeigt weiter in Richtung Wachstum

Von Sven C. Thielmann, St.Galler Kantonalbank Deutschland AG

Die St.Galler Kantonalbank Deutschland AG (SGKB DE) wurde 2009 in München gegründet und eröffnete 2011 einen weiteren Standort in Frankfurt am Main. Die beiden Metropolen gewährleisten aufgrund ihrer geografischen Lage kurze Wege und eine schnelle Erreichbarkeit. Damit wird sichergestellt, dass alle Vermögensverwaltungskunden der Privatbank auch vor Ort einen persönlichen Berater haben. Seit ihrem Markteintritt in Deutschland liegt der Fokus der Privatbank auf den Kunden und den Mitarbeitenden sowie dem gemeinsamen Wachstum. In den letzten knapp 15 Jahren konnte die SGKB DE ein konstant hohes organisches Wachstum verzeichnen.

Das Beste aus zwei Welten

Die St.Galler Kantonalbank Deutschland AG verfügt über eine Vollbanklizenz, konzentriert sich aber konsequent auf die Vermögensverwaltung. Doch gerade bei Unternehmen, die sich auf nur ein Geschäftsmodell fokussieren, ist es besonders wichtig, sich immer wieder neu zu erfinden, um auch in Zukunft state of the art zu bleiben. Ebenso ist die SGKB DE



Sven C. Thielmann ist Vorstandsvorsitzender der St.Galler Kantonalbank Deutschland AG

die einzige deutsche Bank mit einer Schweizer Kantonalbank als Muttergesellschaft. Eine Privatbank, die auf den Werten und der Tradition ihrer St.Galler Mutter gründet und mit ihren Standorten in Frankfurt und München nah am Kunden ist.

Bei der St.Galler Kantonalbank Deutschland AG bekommen die Kunden das Beste aus beiden Welten. Mit ihren grenzüberschreitenden Investments und dem Buchungsstandort Schweiz ermöglicht die SGKB DE auf der einen Seite die Sicherheit der St.Galler Kantonalbank

AG 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. Immer mehr Anleger legen neben den klassischen Merkmalen auch Wert auf eine geografische Diversifikation und dies – mit dem persönlichen Berater in unmittelbarer Nähe.

Kunden werden zu Anlegern der nächsten Generation

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 auswäh-

len zu müssen. Durch den Einsatz verschiedener Module in variierenden Anteilen sind hochindividuelle Lösungen möglich, die die Diversifikationsmöglichkeit von Risiko- und Renditequellen auf ein neues Niveau heben.

Mit den Modulfonds kann die Vermögensverwaltungsstrategie in einzelnen Modulen abgebildet werden. So lassen sich auf der Aktienseite verschiedene Anlagelösungen kombinieren, die beispielsweise Substanzverluste an den Aktienmärkten minimieren können, auf Qualitätstitel setzen, nachhaltige Trends identifizieren oder den CO2-Fußabdruck des Portfolios eliminieren können. 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.

SGKB DE – Fair. Erfolgreich. Innovativ. Nachhaltig.

Weitere Informationen unter: www.sgkb.de

Jagd nach Alpha – kein aussichtsloses Unterfangen

Aktiv vs. passiv. Die akademische Finanzmarktforschung beurteilte lange die Erfolgsaussichten für aktives Management als ziemlich gering. Die Einschätzung hat sich in den letzten Jahrzehnten zumindest etwas zugunsten des aktiven Investierens verändert.

In der Anlagepraxis war die Ansicht schon immer weit verbreitet, dass es guten Asset Managern gelingt, eine geeignete Benchmark zu schlagen. Davon sind Manager naturgemäß vor allem im Hinblick auf die eigenen aktiv verwalteten Fonds überzeugt. Nähme man diesen Anspruch einer Vielzahl aktiver Fondsanbieter ernst, sollten aktive Fonds im Durchschnitt auch nach Kosten im Vorteil gegenüber passiven Produkten sein. Das bezweifelten Akademiker auf Basis theoretischer Modelle und empirischer Studie jedoch lange. Neuere Untersuchungen der akademischen Finanzmarktforschung scheinen diese negative „alte“ Sicht zumindest ein wenig zu revidieren. Demnach sind die Chancen, Märkte zu schlagen, besser als lange gedacht.

Stufen der „Aktivität“

Was ist überhaupt aktives, was ist passives Investieren? Finanzwissenschaftler unterscheiden in der Regel mehrere Ertragsstufen mit aufsteigendem Aktivitätsgrad. Wir

beziehen uns im Folgenden auf ein Mehr-Stufen-Schema des Finanzwissenschaftlers Andrew Ang, der heute bei Blackrock u.a. für Faktor-Strategien zuständig ist. In diesem Schema erklärt jede folgende Stufe relativ zur vorhergehenden Stufe einen Mehrertrag. Die fünf Stufen sind: 0) inferiores Ausgangsportfolio, 1) diversifiziertes „klassisches“ Portfolio, 2) Portfolio mit Rebalancing, 3) Portfolio mit Factor Investing, 4) Portfolio mit aktivem Management. Die beiden Stufen 1 und 2 gelten als passives Investieren, Stufe 3 ist zwischen „passiv und aktiv“ positioniert, Stufe 4 gilt als „reines“ aktives Management. Das gilt auch für die Stufe 0 (siehe unten).



William F. Sharpe erhielt zusammen Merton H. Miller und Harry M. Markowitz den Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften der Schwedischen Reichsbank für das Jahr 1990. Sharpe formulierte die „Arithmetik des aktiven Managements“.

Quelle: © 2007 Larry D. Moore. Licensed under CC BY 4.0

Stufe 0: Vorausgesetzt wird: Ein wenig diversifiziertes Portfolio, das schlechter performt als ein Marktportfolio.

Stufe 1: Hier wird im Rahmen eines „klassischen“ Anlageuniversum ein diversifiziertes Portfolio konstruiert. Unternehmensspezifische Risiken im Portfolio neutralisieren sich.

Daraus ergibt sich eine Diversifikations-Prämie (Mehrertrag) gegenüber einem weniger diversifizierten Portfolio (Stufe 0).

Stufe 2: Das Portfolio der Stufe 1 ist statisch. Deshalb besteht die zweite Ertragsstufe gerade für langfristige Anleger in der periodischen Anpassung des Portfolios an Marktveränderungen. Das erfolgt durch Rebalancing. Daraus ergibt sich eine Rebalancing-Prämie.

Stufe 1 und Stufe 2 bezeichnet man landläufig als „passive“ Strategien. Ein optimales „passives“ Benchmark-Portfolio definierte Ang wie folgt: a) gut diversifiziert; b) möglichst Abbildung des Risikos liquider Märkte (Marktfaktor); c) gute Replizierbarkeit; d) Eignung für Rebalancing (entsprechende Liquidität); e) billige Implementierbarkeit; f) lange Kursgeschichte.

Stufe 3: Ein passives Portfolio der Stufen 1 oder 2 bildet einen „Markt“ ab. Man spricht hier auch vom Marktfaktor, der ein marktweites Risiko erfasst, das mit einer entsprechen-



den (Mehr-)Rendite (über den sicheren Zins hinaus) entgolten wird. Beim Factor Investing werden weitere systematische Risikofaktoren berücksichtigt, die langfristig Mehrrenditen gegenüber einer passiven Benchmark im Sinne der Stufe 2 versprechen (Faktor-Prämien). Bekannte Beispiele für solche Faktoren sind: Value, Size oder Momentum. Es gibt aber zwischenzeitlich eine Unzahl von weiteren Faktoren. Bei vielen ist ihre Eignung aus Investorenperspektive allerdings umstritten. Beim Factor Investing sollten zudem neben Long- auch Short-Strategien verwendet werden. Von der Idee her handelt es sich bei Faktoren, wie beim Marktfaktor, um systematische Risiken. Das heißt insbesondere, dass sie auch dann nicht verschwinden, wenn sie am Markt weithin bekannt sind. Unter dem Schlagwort „Smart-Beta“ werden auch entsprechende Indexprodukte angeboten. Für Faktor-Portfolios gibt es ebenso die Möglichkeit des Rebalancing. Die dabei anfallenden Kosten sind aber meist höher als in einem passiven Standard-Portfolio. Auch können bei Faktor-Ansätzen Komplexität und Heterogenität, nur indirekte Investierbarkeit über Stellvertreter-Assets, unterschiedlich lange historische Zeitreihen, zeitliche Variabilität der Mehrrenditen, falsche Faktorhypothesen sowie unzutreffende Generalisierungen Probleme bereiten. Das kann den Versuch, Faktorpriemien verdienen zu wollen, in die Nähe

des aktiven Managements rücken. Aufgrund dieser Zwischenposition betrachten viele Finanzwissenschaftler das Factor Investing als eine aktiv-passive Hybridform, aber in der Regel nicht als „reines“ aktives Investieren.

Stufe 4 ist der Übergang zum reinen aktiven Management, das durch entsprechende Titelselektion mehr oder weniger stark von einem „aktiv-passiven“ Faktor-Portfolio abweicht. Ziele sind Mehrerträge gegenüber Stufe 3. Dabei spielen Informationsvorteile bei der Prognose – bessere Daten, bessere Auswertung, bessere Interpretation usw. – die entscheidende Rolle. Wie bereits gesagt: Im Unterschied dazu beruhen die systematischen Faktoren nicht auf Informationsvorteilen gegenüber dem Markt.

Manager zielen beim aktiven Management auf einen Mehrertrag gegenüber einem Referenzportfolio, d.h. auf positives Alpha. Aktives Management kann jedoch auch zu negativem Alpha führen.

Aktives Management

Aktives Management lässt sich auch formal näher bestimmen. Eine Modellaussage ist besonders prominent: Die Arithmetik des aktiven Managements. Darüber hinaus gibt es Maße für die Leistungsfähigkeit des aktiven Managements. Eine der verbreiteten Kennziffern ist die Information Ratio. Deren Komponenten

beansprucht das sogenannte „Fundamentale Gesetz des aktiven Managements“ aufzuklären.

Arithmetik

Die „Arithmetik“ des aktiven Managements geht auf einen kurzen Artikel des Nobelpreisträgers Sharpe aus dem Jahr 1991 zurück. Sie besagt, dass aktives Management vor Kosten ein Nullsummen-Spiel ist: Was die einen aktiven Manager gewinnen, verlieren die anderen. Daraus folgt, dass durchschnittliche aktive Manager vor Kosten den Ertrag der passiven Manager erzielen. Nach Kosten erzielen sie jedoch eine geringere Rendite. Anzumerken ist, dass dieses Ergebnis von bestimmten Annahmen abhängig ist, die real nicht erfüllt sein müssen.

Spricht die Arithmetik gegen aktives Management? Nein. Denn die Arithmetik schließt nicht aus, dass bestimmte aktive Manager langfristig den Markt – nach Kosten – dauerhaft schlagen können. Ebenso wenig, dass aktive Manager vor Kosten systematisch schlechter abschneiden als der Markt – und damit als der Durchschnitt der aktiven Manager. Hierzu gehören jene Anleger, die zwar abweichend vom Marktportfolio anlegen, die aber die öffentlich zugänglichen Informationen nicht adäquat nutzen oder ein suboptimales Anlageverhalten praktizieren (Studien zufolge trifft dies vor allem auf Privatanleger zu).

Die Gruppe der systematischen Alpha-negativen Anleger bildet die oben erwähnte Stufe 0. Diese

Anleger könnten durch Wahl eines „passiven“ Marktportfolios ihre Performance verbessern. Das bedeutet zugleich, dass das Portfolio der Stufe 0 ein aktiv gemanagtes Portfolio ist.

Information Ratio und FLAM

Die klassische formale Antwort auf die Frage, woran man erfolgreiche aktive Manager erkennt, heißt „Information Ratio“ (IR). Die IR ist ein Maß für den Anlageerfolg, den Manager durch Abweichung von einer geeigneten Benchmark erzielen können. Rechnerisch handelt es sich um den Quotienten aus Extrarendite (Alpha) und einem Risiko-Maß für die Streuung der Extrarenditen (Tracking Error). Im einfachsten Fall kann die Information Ratio als charakteristische Konstante eines Managers (einer Person, eines Teams, einer Organisation) interpretiert werden.

Die IR kann man weiter in Bestimmungskomponenten zerlegen. Ein Vorschlag dazu ist das Fundamental Law of Active Management (FLAM) von Grinold und Kahn. Dem FLAM zufolge ist die Information-Ratio IR abhängig von: Skill, Breadth und Effektivität.

Zu a) „Skill“ meint die Kompetenz eines Managers. Diese wird erfasst durch einen Information Coefficient IC. Der misst die Korrelation der Prognosen im Verhältnis zum eingetretenen Ergebnis und liegt zwischen -1 und 1. Der IC eines allwissenden Managers liegt bei 1, wer immer falsch prognostiziert kommt auf



-1, der IC des Durchschnitts der aktiven Manager beträgt 0. Gute Manager haben einen IC von 0,05, hervorragende Manager kommen auf 0,10.

Zu b) Breadth oder Breite ist ein Maß für die Verteilung der Kompetenz über verschiedene, voneinander unabhängige Anlageentscheidungen. Wirkt sich eine hohe Prognose-Kompetenz in nur wenigen Anlageentscheidungen aus, ist die Breite gering, und das mindert die IR.

Zu c) Kompetenz und Breite erklären ein ideales Portfolio. Reale Portfolios unterliegen aber Beschränkungen, wie z.B. long-only-Vorgaben usw. Der Transfer-Koeffizient TC (Transfer Coefficient) misst, wie gut ein ideales Portfolio in ein reales umgesetzt werden kann. Je geringer der TC, umso schwächer werden Kompetenz und Breite der Kompetenz in einem realen Portfolio umgesetzt.

So weit die theoretisch-maßtechnische Seite. Wie sieht es nun in der Praxis aus? Wir beschränken uns im Folgenden auf Fonds.

Empirische Befunde: Konventionelle Sicht und neuere Einsichten.

Die konventionelle Sicht auf die Performance aktiv verwalteter Fonds ist durch Studien zur US-Fondslandschaft geprägt, die insbesondere in den 1970er, 1980er und 1990er Jahren durchgeführt worden sind. Heraus kam ein

„Kanon“, dessen Kernaussagen man verkürzt in drei Punkten zusammenfassen kann:

Punkt 1: Der durchschnittliche Fonds erzielt nach Kosten eine geringere Performance als ein entsprechendes Marktportfolio.

Punkt 2: Die Mehr-Performance der besten Fonds zu einem bestimmten Zeitpunkt hält nicht langfristig an, sie verschwindet mit der Zeit.

Punkt 3: Einige Manager sind durchaus kompetent und können vor Kosten ein Markt-Portfolio schlagen, aber nur sehr wenige Manager haben die Fähigkeit, auch nach Kosten noch ein Markt-Portfolio zu überbieten.

Seit Ende der 1990er Jahre wurden viele weitere Studien durchgeführt, auch auf anderer Datenbasis und mit einem weitaus differenzierteren Methodeninstrumentarium. Cremers und Kollegen veröffentlichten 2019 einen Überblicksartikel über die seit 1997 durchgeführte Performance-Forschung insbesondere zu US-Aktienfonds. Dem Survey zufolge zeichnen akademische Studien der letzten drei Jahrzehnte in der Summe ein positiveres Bild des aktiven Managements im Aktien-Segment. Im Hinblick auf andere Fonds-Segmente, etwa Anleihen- oder Misch- oder REIT-Fonds, fallen die Ergebnisse allerdings weiterhin allenfalls gemischt aus. Offenbar gelang für US-Aktien-Fonds in jüngerer Zeit der Nachweis häufiger, dass aktives Ma-

nagement auch nach Kosten zu einem Mehrertrag führt und dass dies auch noch für den Fondsdurchschnitt gilt. Damit widersprechen neuere Studien Punkt 1 der orthodoxen Sicht. Akademische Studien zeigten ferner im Widerspruch zu Punkt 2, dass sehr gut abschneidende Fonds auch langfristig ihre Fähigkeit beibehalten konnten, positives Alpha zu generieren. Schließlich wurden in den letzten Jahrzehnten unterschiedliche Erfolgsbedingungen für Fonds und Manager identifiziert. Trotz weiterhin heterogener Ergebnisse sind die Chancen für aktive Aktienfonds-Manager, eine geeignete Benchmark zu schlagen, größer als man lange dachte. Somit ist auch Punkt 3 zugunsten des aktiven Managements zu korrigieren.

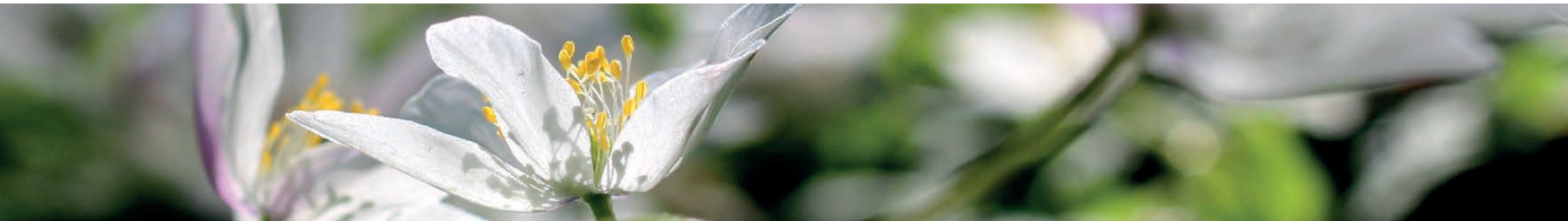
Der Studien-Überblick von Cremers und Kollegen zeigt auch detaillierter, welche Muster mit einer höheren Erfolgswahrscheinlichkeit für aktives Management einhergehen. Um einige Beispiele zu nennen: US-Aktien-Fonds mit hohem Active Share – deren Asset Allocation also stark von jener der Benchmark abweicht – gelang es häufiger ihren Index zu schlagen, als wenn der Active Share geringer war (Entlanghangeln am Index). Auch erzielten Aktien-Fonds, deren Performance sich weniger gut durch Risiko-Faktoren erklären ließ, häufiger Überschussrenditen. Auf Managerseite erwies sich die Fähigkeit zum Stock Picking als Alpha-Erfolgsfaktor von Aktien-

Fonds, aber auch mit Market Timing gelang dies häufiger als die traditionelle Sicht nahelegt. Die Alpha-Chancen waren zudem höher, wenn das Fondsmanagement Aktionärs-Mitbestimmungsrechte eigenständig nutzte oder Steuerstrategien verfolgte. Nicht zuletzt waren disziplinierte Investitionsansätze, die vor suboptimalem Anleger-Verhalten schützen, häufig besser als die Benchmark.

Fazit

Die ältere akademische Orthodoxie sah im aktiven Management größtenteils ein aussichtsloses Unterfangen, bei dem Zufallserfolge in überlegene Managerkompetenz umdeklariert werden. Cremers und Kollegen kommen hingegen in Anbetracht der in den letzten zwei, drei Jahrzehnten veröffentlichten akademischen Studien zu dem Schluss, dass die Chancen, durch aktives Management von US-Aktienfonds auch nach Kosten Mehrrendite zu erzielen, größer sind als die Orthodoxie lange meinte. Allerdings gilt nach wie vor: Erfolgversprechende Fonds müssen immer noch anhand geeigneter Kriterien identifiziert werden.

Link zur Studie: “Challenging the Conventional Wisdom on Active Management: A Review of the Past 20 Years of Academic Literature on Actively Managed Mutual Funds”



„Man muss nicht viel handeln, wenn man sorgfältig auswählt.“

Das Verhältnis von aktivem und passivem Management ist verwickelt und gerade für Privatanleger schwer durchschaubar. Es ist deshalb ratsam, Anbieter von aktiv gemanagten Fonds über Ihr Verständnis von aktivem Management zu fragen. Die Antworten dürften verschieden ausfallen. So vertritt beispielsweise die Investmentboutique Wagner & Florack aus Bonn die Auffassung, dass aktive Fonds die besseren passiven Investments sein können.

Wir fragten Dr. Dirk Schmitt, Fonds- und Portfoliomanager bei der Wagner & Florack AG, wie er diese These begründet.

Herr Schmitt, ich möchte heute mit Ihnen über aktives und passives Management sprechen. Das sind eher technische Begriffe, die sich nicht unbedingt mit dem umgangssprachlichen Verständnis decken. Aber auch Finanzprofis interpretieren aktives Investieren durchaus verschieden. Ich möchte Sie daher eingangs fragen: Was ist für Sie, ganz kurz gefasst, der Kern des aktiven Investierens?

Dirk Schmitt: Aktives Management bedeutet für uns, sich auf den Urgedanken des Investierens zu besinnen: Die langfristige Beteiligung an verlässlich wachsenden und hochprofitablen Unternehmen bestmöglicher Qualität, die – bei angemessener Bewertung – konsistent hohe Kapitalverzinsungen erzielen, auch in Rezessionen. An solchen „robusten Gewinnmaschinen“ beteiligen wir uns langfristig als Miteigentümer und profitieren vom Zinseszins-Effekt,

der durch die robust wachsenden Unternehmensgewinne zustande kommt. Unsere Aktivität besteht dabei insbesondere darin, fortlaufend zu prüfen, ob die Geschäftsmodelle der Qualitätsunternehmen, in die wir investieren, weiter intakt sind oder ob sie möglicherweise gefährdet sind. Aktiv bedeutet für uns jedoch nicht, viel zu handeln, denn wer seine Unternehmen sorgfältig auswählt, muss nicht viel handeln.

Viele aktiv verwaltete Fonds können aber Markt-Indizes, die als Benchmark geeignet sind, gar nicht schlagen, so dass sie nach Kosten schwächer abschneiden.

DS: Ja, die Performance von vielen aktiven Fonds lässt in der Tat zu wünschen übrig. Die Statistik ist ein echtes Armutszeugnis für Teile meiner eigenen Zukunft; man muss es leider so drastisch sagen. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass viele Strategien von vornherein



Dr. Dirk Schmitt ist Co-Fondsmanager der Unternehmerfonds bei der Wagner & Florack AG

nicht in der Lage sind, Mehrwert für Investoren zu stiften. Das hängt damit zusammen, dass sich aktive Fonds häufig eng an einen Index schmiegen, sie weichen also nur geringfügig von ihrer Benchmark ab. Durch die oftmals stattlichen Gebühren schneiden diese pseudoaktiven Fonds nach Kosten schlechter ab als das Index-Produkt. Und das mit Ansage. Ein weiteres Problem ist das weit verbreitete Missverständnis, auf welche Aktivität es tatsächlich ankommt. Durch zu aktives Handeln im Portfolio – die falsche Art von Aktivität – steigen nicht nur die Transaktionskosten. Hinzu kommt, dass bei handelsaktiven Investmentstrategien durch missglücktes Markttiming wertvolles Renditepotenzial auf der Strecke bleibt.

Dann wäre es also besser, passiv zu investieren. War das eben ein Plädoyer für die Investition in ETFs?

DS: Besser ein guter ETF als ein schlech-



ter aktiver Fonds. Dennoch gibt es gute – ich meine sogar sehr gute – Gründe, die für echtes aktives Investieren sprechen. Es will schon etwas heißen, wenn selbst John Bogle, der 2019 verstorbene „Vater des Indexfonds“ und Gründer der Fondsgesellschaft Vanguard, davor warnte, dass die hoch li-

"Meines Erachtens greift es viel zu kurz, die Güte eines Fonds allein auf die Themen Kosten und Performance zu reduzieren."

quiden und jederzeit handelbaren ETFs zu spekulativem Markttiming verführen. Was ursprünglich als kostengünstiges, passives Langfristinvestment gedacht war, ist heute ein Instrument, das man nach Belieben hin und her handeln kann. Markttiming kann meiner Meinung nach jedoch keine auf Dauer ausgerichtete Investmentstrategie sein. Niemand kann für sich in Anspruch nehmen, die vermeintlich „richtigen“ Ein- und Ausstiegszeitpunkte nachhaltig zu treffen. Der rege Handel mit ETFs führt somit nicht nur zu erhöhten Transaktionskosten, sondern verstärkt darüber hinaus die Volatilität und beeinträchtigt die Performance durch missglückte Versuche, den Markt zu überlisten.

Hinzu kommen weitere Risiken, die sich ETF-Investoren aufbürden – häufig unbewusst. So werden Indizes anstelle einer physischen Nachbildung oftmals synthetisch konstruiert oder es besteht die Möglichkeit, dass der ETF Wertpapiere gegen Sicherheiten an Drittparteien verleiht, was entsprechende Gegenparteirisiken für den Investor bedeutet. Und in Stressphasen an den Finanzmärkten können die als kostengünstig und hochliquide angepriesenen ETFs schnell zu teuren und illiquiden Hochrisikoanlagen mutieren, wenn die Liquidität an den Märkten urplötzlich austrocknet.

Wenn sich aber Anleger dieser Risiken und Eigenarten bewusst sind, kann zumindest ein Teil dieser Einwände ausgeräumt werden. Dass Investitionen mit Risiken verbunden sind, liegt in der Natur der Sache, aber ETFs wollen ja gerade durch Diversifikation das Risiko reduzieren und punkten mit geringen Kosten.

DS: Meines Erachtens greift es viel zu kurz, die Güte eines Fonds allein auf die Themen Kosten und Performance zu reduzieren. Einen Index zu übertreffen oder Renditemaximierung zu betreiben, kann doch nicht das primäre und schon gar nicht das alleinige Ziel beim Investieren sein. Was ist denn in Stressphasen? Ein Investor, der – wie im Fall eines ETF – im Zweifel gar keine Ahnung hat,

an welchen Firmen er eigentlich beteiligt ist und wie resilient deren Geschäftsmodelle sind, kann da schnell zum größten Risiko für sich selbst werden. Auch vermeintlich Hartgesottene sind davor nicht gefeit. Es droht der Worst Case und der Investor zieht die Reißleine – nicht selten ausgerechnet zur Unzeit. Daher ist es aus meiner Sicht das

"Als qualitätsbewusste Langfristinvestoren möchten wir an erwiesenermaßen robusten Geschäftsmodellen partizipieren"

A und O des Investierens, zunächst einmal die – unter langfristigen Aspekten – höchstmögliche substanzielle Investitionssicherheit zu gewährleisten. Um auch in Krisen ruhig schlafen zu können, muss sich der Investor darauf verlassen können, dass die Geschäftsmodelle seiner Firmen nicht nur bei schönem Wetter funktionieren. Mich als Miteigentümer macht es gelassen, wenn ich weiß, dass meine Firmen trotz aller Krisen mit ihren Produkten und Dienstleistungen des alltäglichen Bedarfs verlässlich gutes Geld verdienen, angefangen von Zahnpasta, Babynahrung, Wasch- und Reinigungsmittel, Kaffee und Nahrungsmitteln bis hin zu Tech-

nologieprodukten und -services, die aus unserem (digitalen) Alltag ebenfalls nicht mehr wegzudenken sind.

Mit welcher Fondsstrategie lässt sich das am besten realisieren?

DS: Bei Wagner & Florack investieren wir ausschließlich in Unternehmen höchster Qualität. Denn Firmen mit wettbewerbsüberlegenen, hochprofitablen und krisenerprobten Geschäftsmodellen, robusten Cashflows, geringem Kapitaleinsatz, hohen Skaleneffekten und – als Folge dieser Eigenschaften – einer makellosen Bilanz sind nicht nur der beste substanzielle Investitionsschutz; vielmehr entwickeln sich die Aktienkurse solcher Unternehmen auch mit vergleichsweise geringeren Schwankungen und Maximum Drawdowns. Vor allem aber werden sich Firmen höchster Qualität insbesondere in Phasen länger anhaltend schwacher Aktienmärkte besser entwickeln bzw. weniger schlecht als der entsprechende Index, da sich die Qualität und Substanz der aktiv ausgewählten Unternehmen bezahlt machen. Schließlich kauft man bei passiven Indexinvestments stets den Durchschnitt und somit auch die Aktien mittelmäßiger Unternehmen sowie die Aktien schlechter Unternehmen, die wenig profitabel sind und/oder kein krisenresistentes Geschäftsmodell haben. Nolens volens ist man somit auch an



Unternehmen beteiligt, die man eigentlich nicht mit der Kneifzange anfassen würde. Unsere Devise lautet deshalb: Qualität statt Mittelmaß.

Nun spricht man ja in der Anlagepraxis meistens dann schon von erfolgreichem aktivem Investieren, wenn man einen konventionellen Marktindex schlägt. Das gelingt aber auch mit geeignetem Factor Investing. Betreiben Sie mit ihrem Ansatz Factor Investing, investieren Sie in den „Quality“-Faktor?

DS: Nein, mit Factor Investing hat unser Investmentansatz nichts zu tun. Wir investieren nicht nach bestimmten Kennzahlen, anhand derer Unternehmen statistisch aus einem Universum herausgefiltert werden. Bei uns gilt die Devise: „Unternehmerisch denken, unternehmerisch investieren.“ Das heißt, wir konzentrieren uns auf das unternehmerisch Wesentliche: die Firmen und ihre Geschäftsmodelle selbst. Das ist im Übrigen auch der Grund für den Namen „Unternehmerfonds“. Uns kommt es darauf an, mit der nötigen Ruhe, Disziplin und Sorgfalt unsere Hausaufgaben bei der unternehmerischen Analyse der Geschäftsmodelle und Bilanzen zu erledigen, bevor wir uns an einer Firma beteiligen. Sind wir dann investiert, überprüfen wir im Rahmen der aktiven Kontrolle der Geschäftsentwicklung anhand von Quartals- und Ge-

schäftsberichten fortlaufend unsere Investmentthesen. Also: Sind das Geschäftsmodell und der säkulare Gewinntrend nachhaltig intakt? Wo lauern mögliche Risiken und wo ist ein Unternehmen angreifbar?

Bleiben wir noch kurz bei den Lehrbuchmodellen und wenden uns jener Ertragskomponente zu, die über die Faktor-Erträge hinausgeht also Alpha. Man führt positives Alpha in der Regel auf Informationsvorteile gegenüber dem Markt zurück. Haben Sie Informationsvorteile?

DS: Nein, wir haben keine Informationsvorteile. Wir zielen aber darauf ab, ein möglichst tiefes Verständnis der Geschäftsmodelle eines Unternehmens zu erlangen, und das erfordert eine zeitaufwändige Analyse. Wir schauen nach Stärken und Schwächen, nach Robustheit und Verwundbarkeit von Geschäftsmodellen. Darüber hinaus beobachten und analysieren wir nicht nur unsere Portfoliounternehmen, sondern auch die Geschäftsmodelle und das Geschäft ihrer Wettbewerber. Auf diese Weise versuchen wir uns einen Wissens- und Verständnisvorsprung zu erarbeiten.

Was sind das für Kriterien, die Sie bei der Auswahl von Unternehmen anwenden?

DS: Als qualitätsbewusste Langfristinvestoren möchten wir an erwiesenermaßen ro-

busten Geschäftsmodellen partizipieren, die die Resilienz ihrer Ertragskraft auch in konjunkturell schwierigen Phasen bereits mehrfach unter Beweis gestellt haben. Generell bevorzugen wir kapitalleichte Geschäftsmodelle mit hohen Skaleneffekte. Dies können sowohl wettbewerbsüberlegene Hersteller von Gütern des alltäglichen Bedarfs, wie z.B. Zahnpasta, Waschmittel oder Kaffee sein als auch stark wachsende und hochmarginige Technologiefirmen, die mit ihren Diensten und Softwareprodukten fest in unserem di-

"Wir managen zwei Fonds. Den Wagner & Florack Unternehmerfonds und den Wagner & Florack-Unternehmerfonds flex."

gitalen Alltag verankert sind. Kapitalintensive Unternehmen mit chronisch schwachen Margen und begrenzten Skaleneffekten bei hoher Wettbewerbsintensität und hoher Verschuldung, wie z.B. Automobilhersteller und Maschinenbauer sind für uns dagegen absolute No-Gos. Dies gilt auch für chronische Schwachmargenbranchen, wie z.B. die Logistik, oder stark mit Fremdkapital gehebeltes Geschäft mit nicht-transparenten Risiken, wie z.B. Banken. Bei unseren Port-

foliobeteiligungen ist für uns die langfristige Entwicklung des unternehmerischen Gewinns, des Free Cash Flows, von hoher Bedeutung. Denn er bestimmt die langfristige Entwicklung des Unternehmenswertes und somit nachgelagert dann ebenfalls den Aktienkurs einer Firma. Daher untersuchen wir fortlaufend durch Analyse der Quartals- und Geschäftsberichte die ökonomische Ratio und operativen Treiber, die der Entwicklung des Free Cash Flows zugrunde liegen.

Welche Vorteile haben Qualitätsunternehmen aus Investorensicht noch?

DS: Langfristige, substanzielle Investitionssicherheit steht für uns an erster Stelle. Daher investieren wir ausschließlich in Firmen höchster Qualität und versuchen Risiken konsequent zu vermeiden, selbst wenn wir dadurch mitunter auch Renditeopportunitäten auslassen. Unsere Portfoliounternehmen weisen somit nur sehr geringe substanzielle Geschäftsrisiken auf, d.h. unsere Firmen drohen nicht pleite zu gehen, sondern verdienen – auch in Rezessionen – gutes Geld und hohe Kapitalverzinsungen. Firmen mit wettbewerbsüberlegenen, hochprofitablen und krisenerprobten Geschäftsmodellen, geringem Kapitaleinsatz, hohen Skaleneffekten, robusten Free Cash Flows und einer makellosen Bilanz sind somit nicht nur der beste substanzielle Inves-



tionsschutz. Vielmehr entwickeln sich die Aktienkurse solcher Unternehmen auch mit vergleichsweise geringeren Schwankungen und Maximum Drawdowns.

Wie setzen Sie Ihre Strategie, in Qualitätsunternehmen zu investieren, praktisch um?

DS: Wir managen zwei Fonds. Den Wagner & Florack Unternehmerfonds und den Wagner & Florack-Unternehmerfonds flex. In beiden Fonds berücksichtigen wir ESG-Merkmale.

Der Unternehmerfonds, unser globaler Aktienfonds, wurde 2012 aufgelegt und investiert in ein „Überzeugungsportfolio“ zuverlässig und profitabel wachsender Weltklassefirmen mit robusten Geschäftsmodellen. Schwerpunktmäßig ist der Unternehmerfonds an Firmen aus den USA und Europa beteiligt. Es stehen zwei Anlageklassen zur Verfügung, eine für Privatanleger und eine für institutionelle Investoren.

Für diejenigen, die unsere Philosophie des langfristigen, unternehmerischen Investierens schätzen und geringere Schwankungen als bei reinen Aktienfonds – selbst als beim Unternehmerfonds – bevorzugen und ihr Nervenkostüm nicht überbeanspruchen möchten, ist unser Multi-Asset-Fonds, der Unternehmerfonds flex, gedacht. Der Unternehmerfonds flex wurde vor inzwischen drei

Jahren aufgelegt und investiert in Qualitätsaktien, Anleihen bester Bonität, Gold und Kasse, wobei mindestens 51 Prozent des Fondsvermögens in Aktien investiert sein müssen. Für unsere Multi-Asset-Strategie ohne erratisches Markttiming wurde der Unternehmerfonds flex von der Fondsratingagentur Morningstar vor kurzem mit der Bestnote von fünf Sternen ausgezeichnet.

Welchen Vorteil kann ein Anleger von Ihrem Ansatz im Hinblick auf die Rendite erwarten?

DS: Langfristig gehen wir davon aus, dass die „robusten Gewinnmaschinen“ in unseren Unternehmerfonds sehr gutes Geld verdienen werden. Da wir Unternehmen mit angreifbaren Geschäftsmodellen, hoher Verschuldung und schwachen Margen konsequent meiden, erwarten wir daher eine deutlich bessere Wertentwicklung gegenüber den meisten gängigen Vergleichsindizes, in denen schließlich immer auch sehr viele Firmen mäßiger und minderere Qualität enthalten sind. Setzt man eine unternehmerisch (angemessene) Bewertung der Firmen voraus, so darf das langfristige Wachstum der Free Cash Flows der Anhaltspunkt für die langfristige Renditeerwartung sein, denn langfristig determiniert der Unternehmensgewinn den Unternehmenswert: Ein größerer Teil der Firmen, vor allem die

wettbewerbsüberlegenen Consumer Staples, verdoppelt ungefähr alle zehn Jahre den Free Cash Flow, ein weiterer größerer Teil schafft eine Verdreifachung im selben Zeitraum, und einigen Firmen gelingt es, den Free Cash Flow alle zehn Jahre zu vervierfachen.

Welche Kriterien sollten Anleger hauptsächlich anwenden, wenn sie einen aktiv gemanagten Fonds auswählen?

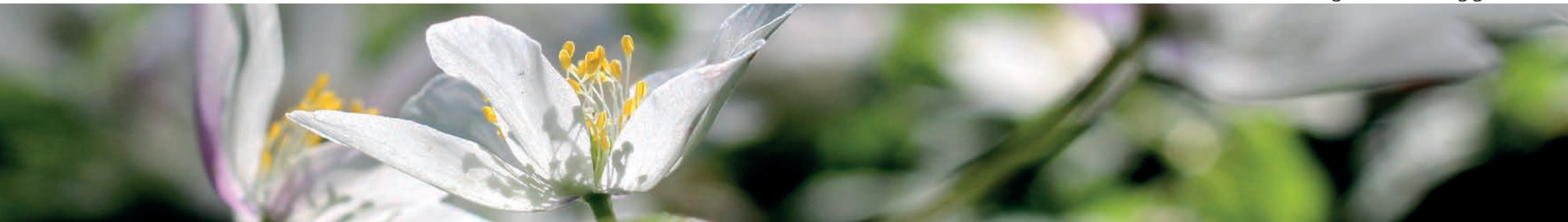
DS: Beim Investieren sollte immer oberste Priorität haben, langfristig kein Geld zu verlieren. Daraufhin gilt es die Investmentstrategie eines Fonds genau zu überprüfen.

"Beim Investieren sollte immer oberste Priorität haben, langfristig kein Geld zu verlieren."

Damit hängt auch die Frage zusammen, wie handelsintensiv ein Investmentansatz ist. Setzt ein Manager auf Qualität und Langfristigkeit oder geht es eher um kurzfristige Gewinnmaximierung z.B. durch kostenträchtiges Markttiming. Diese Kernfragen zur Investmentstrategie sollten meines Erachtens im Mittelpunkt stehen.

Welche Messgrößen, welches Vergleichsportfolio und welchen Zeitraum würden Sie Anlegern empfehlen, um die Investmenthypothese, die Sie in Ihrem Fonds umsetzen, zu überprüfen?

DS: Viele Anleger neigen dazu, zu heimatsfokussiert zu investieren. Sinnvoller ist es, in die global besten Firmen zu investieren. Der MSCI World kann daher durchaus eine vernünftige Vergleichsgröße sein, wobei ein Zeitraum von mindestens fünf Jahren die absolute Untergrenze eines halbwegs sinnvollen Mindestanlagezeitraums sein dürfte. Als unternehmerische Langfristinvestoren denken wir jedenfalls in noch wesentlich längeren Zeiträumen. Aber fünf Jahre sind zumindest ein branchenüblicher Vergleichszeitraum. Die Wertentwicklung darf dabei aber nicht der alleinige Erfolgsmaßstab sein. Mindestens genauso wichtig ist die Entwicklung eines Fonds in Stressphasen; denn als Investor will und soll man schließlich ruhig und unbesorgt schlafen können, gerade wenn an der Börse ein Orkan tobt oder eine (tiefe) Rezession vorherrscht. Deshalb fokussieren wir uns in den Unternehmerfonds auf die bestmögliche Unternehmensqualität zu angemessenen Bewertungen, was für unsere Investoren mit vergleichsweise geringeren Schwankungen und deutlich geringeren Maximum Drawdowns verbunden ist.



Die Stiftungsdepots Unabhängiger Vermögensverwalter – Ausschüttungen, Rohstoffe, Lieblings-ETFs

Depotdaten der V-Bank, analysiert vom Institut für Vermögensaufbau, zeigen, wie unabhängige Vermögensverwalter für Stiftungen anlegen. Zweiter Teil einer mehrteiligen Vorstellung der Ergebnisse.

Das Institut für Vermögensaufbau (IVA) hat 383 Stiftungsportfolios statistisch durchleuchtet, die von 83 unabhängigen Vermögensverwaltern betreut werden. Beobachtungszeitraum ist das Kalenderjahr 2022. Depotführende Bank ist die V-Bank aus München, die uns die Ergebnisse der deskriptiven Analyse des IVA zur Verfügung stellte.

Wir präsentieren Ergebnisse dieser Analyse in einer Artikelserie. In der Winterausgabe 2023 erschien Teil 1. In der aktuellen Frühjahrsausgabe 2024 ist Teil 2 an der Reihe. In Teil 1 stellten wir die Assetallokation und die beliebtesten aktiven Investments-Fonds in den Stiftungsdepots vor. In Teil 2 präsentieren wir Daten zu Ausschüttungen, Rohstoff-Investments und den beliebtesten passiven Anlage-Vehikel.

Ausschüttungen

Im Jahr 2022 betrug in der Gruppe der 383 berücksichtigten Depots der Mittelwert der

ordentlichen Erträge oder Ausschüttungen 1,85%. Der Medianwert (50 Prozent aller Depots liegen unter diesem Wert, 50 Prozent darüber) lag bei 1,82%. Beide Werte stimmen also fast überein. Der Grund hierfür ist, dass die ordentlichen Erträge trotz Streuung – der Maximalwert lag bei 7,5% – keine Extremausprägungen nach oben in der Art aufweisen, wie wir sie von der Verteilung der Stiftungskapital-Volumina her kennen, wo der Mittelwert infolge dessen weit über dem Medianwert lag.

Bei knapp über 5 Prozent der Stiftungsdepots betrug die Ausschüttungsquote 0%, etwas über 20 Prozent der Depots wiesen ordentliche Erträge im Bereich zwischen 1,5 und 2% aus. Die Ausschüttung der mittleren 50 Prozent der Depots lag zwischen 1,15 und 2,52%. Die 25 Prozent ausschüttungsschwächsten Depots hatten ordentliche Erträge zwischen 0 und 1,15%. Und die ausschüttungsstärksten 25 Prozent der De-

posits wiesen Werte zwischen 2,52 und 7,5% aus.

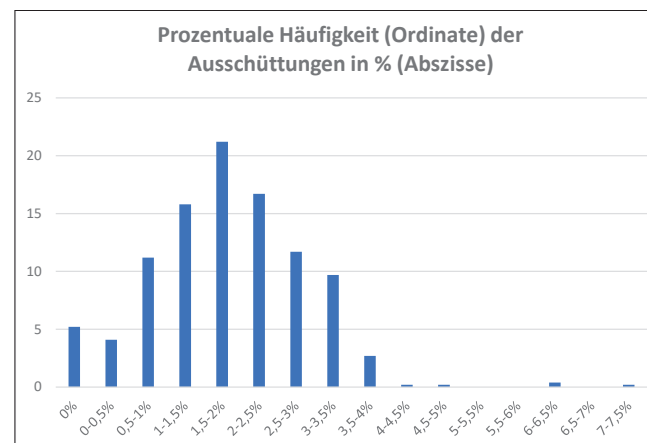
Das IVA untersuchte außerdem die Einzeltitel-Ausschüttung bei Aktien (Dividenden) und Rentenpapieren (Kupons).

Im Jahr 2022 betrug die durchschnittli-

che Ausschüttungsrendite der Einzelaktien 2,20%, bei Einzelanleihen waren es 1,91 Prozent.

Rund 18 Prozent der Aktienanlagen in den Depots schütteten 2022 keine Dividenden aus. Bei rund 16 Prozent lag die Dividendenrendite zwischen 1,5 und 2 Prozent. Am häufigsten waren Werte zwischen 0 und 2 Prozent, bei 5 Prozent der Aktieninvestments lag die Dividendenrendite aber über 7 Prozent.

Bei den Kuponzahlungen lagen die Renditen zwischen 0% (17 Prozent der Renteninvestments) und 7,5%, aber die überwiegende Mehrheit lag im Bereich unter 2,5%,



Quelle: Präsentation „Deskriptive Analyse der Stiftungsportfolios“, Institut für Vermögensaufbau / V-Bank



wobei um diesen Wert herum ein Häufungsausreißer zu beobachten war. Im Bereich zwischen 2,0 und 2,5% Kuponrendite lagen nämlich 39 Prozent der Rentenanlagen.

Rohstoffprodukte und Rohstoffe

Rohstoffe spielen in den Depots der erfassten 383 Vermögensverwaltungen im Durchschnitt eine verhältnismäßig geringe Rolle. Nur 3,3 Prozent des gesamten Anlagevolumens waren in Rohstoffe investiert, im durchschnittlichen Depot betrug dieser Wert 3,5 Prozent.

Der Anteil von Rohstoffaktien (Öl und Gas) am gesamten Anlagevermögen lag bei 0,9

Prozent. Andere Rohstoffe kamen auf 1,2%, Edelmetalle auf 2,1%.

Rohstoffinvestments erfolgen überwiegend über Rohstoff-Produkte in Gestalt von Rohstoff-Fonds oder Exchange-Traded-Produkten (ETPs), worunter ETFs, ETCs und ETNs fallen. Deren Anlagevolumen verteilte sich zu 94,6% auf Gold und zu 4,6 Prozent auf andere Edelmetalle.

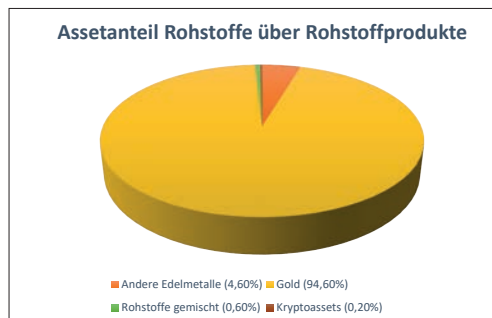
Passive Vehikel: Der Goldrang

Auch bei den beliebtesten passiven Vehikeln war Gold ganz vorne. Unter den 10 Vehikeln, die das größte Investitionsvolumen auf sich vereinen konnten, befanden

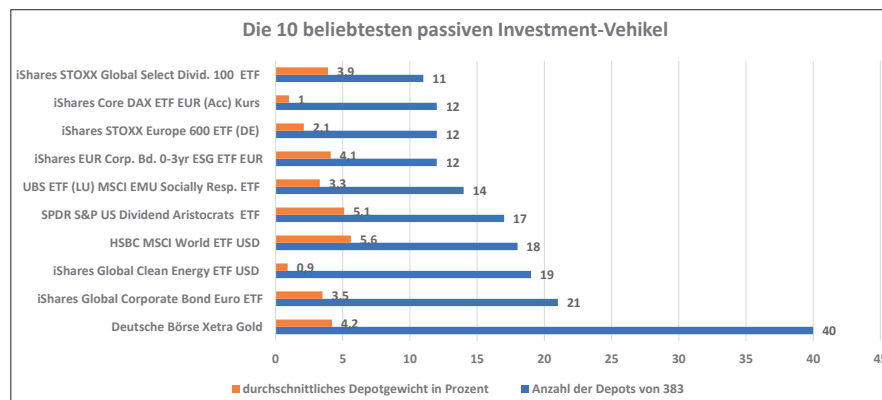
sich 5 Gold-Produkte. Auf dem Gold-Rang lag Xetra-Gold, auf dem Silber-Rang ein weiterer Gold-ETC und auf dem Bronzerang Goldbarren.

In unserem Schaubild präsentieren wir jedoch die Rangordnung der Häufigkeit, mit der einzelne passive Fonds in Depots vertreten waren; zugleich wird das durchschnittliche Gewicht in diesen Depots angegeben. Auch in diesem „Beliebtheits“-Ranking war Xetra-Gold ganz vorne: Der ETC war in 40 von 383 Depots vertreten, wobei das durchschnittliche Gewicht in diesen Depots bei 4,2 Prozent lag. Allerdings sind in dieser Tabelle deutlich weni-

ger Gold-Produkte vertreten als unter den Top Ten gemäß Investitionsvolumen. Im Häufigkeitsranking dominierten 2022 unter den Top Ten Aktien-ETFs mit 7 Vertretern, Rentenfonds kamen auf 2. Bemerkenswert auch: Unter den Top-Ten befanden sich 3 Nachhaltigkeitsfonds.



Quelle: Präsentation „Deskriptive Analyse der Stiftungsportfolios“, Institut für Vermögensaufbau / V-Bank



Quelle: Präsentation „Deskriptive Analyse der Stiftungsportfolios“, Institut für Vermögensaufbau / V-Bank



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%	2022	2021	2020	pro Jahr
KCD-Union Nachhaltig MIX	MF	A2AR3S	4/7	50	2 / 3	0,75		3	0,60	1x
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen AI	AF	A12BPQ	3/7	50	2 / 3	1,01*	-15,45	18	1,00	1x
Raiffeisen-Nachhaltigkeit-Mix I A	MF	AT0000A1G2L0	4/7	50	3 / 3	0,75		15	2,30	1x
Stiftungsfonds ESG Global S	MF	DK0LJZ	4/7	30	2 / 3	0,45		14,3	8,00	1x
Flossbach von Storch Found. Growth SI	MF	A2QFWT	4/7	30	2 / 3	0,5	-10,47	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	-12,69	5,05	-1,50	1x
ACATIS Fair Value Modulor Vermögensverwaltungsfonds Nr.1 S	MF	A0LHCK	4/7	30	2 / 3	0,73*	-16,53	20,3	20,90	1x
iShares Pfandbriefe UCITS ETF (DE)	PF ETF	263526	2,5/7	30	0 / 3	0,10	-13,22	-2,2	1,50	1x
Amundi Index MSCI Europe SRI PAB - UCITS ETF DR (D)	AF	LU2059756598	4,5/7	25	3 / 3	0,18	-15,62	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	-16,25	28,7	2,70	1x
XTRACKERS MSCI WORLD ESG ETF 1C ETF	AF ETF	IE00BZ02LR44	4,5/7	25	2 / 3	0,2	-20,93	37,5	5,70	
Bethmann Stiftungsfonds SI	MF	DWS2TB	4,5/7	25	3 / 3	0,62	-16,00	5,8	4,30	1x
FOS Rendite und Nachhaltigkeit	MF	DWS0XF	4/7	25	3 / 3	0,9*	-14,29	7,4	4,90	2x
Deka-Institutionell Stiftungen I	MF	DK2J6B	4/7	25	1 / 3	1,09		4,9	2,90	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	2,52	2,6	2,20	
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	1,13	-12,50	8,2	3,30	2x
Kepler Ethik Mix ausgewogen	MF	A2PFV9	4/7	25	3 / 3	1,31	-14,72	3,7	-1,90	1x



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%	2022	2021	2020	pro Jahr
Amundi INDEX FTSE EPRA NAREIT GLOBAL UCITS ETF DR (D)	IF ETF	A2H9Q1	3,5/7	25	0 / 3	0,26	-20,34	33,5		1x
Prisma Aktiv UI AK I	MF	A2H7NP	3,5/7	25	0 / 3	1,22*		5,1	8,10	1x
FVM-Stiftungsfonds	MF	A2H5XR	4/7	25	0 / 3	1,19*	-10,1	6,8	0,10	1x
terrAssisi Aktien I AMI	AF	A2DVTE	4/7	25	3 / 3	0,72	-15,17	36,1	7,20	1x
Bantleon Global Challenges Index-Fonds S	AF ETF	A2DL4N	4,5/7	25	3 / 3	0,57	-13,88	24,7	12,30	1x
Phaidros Funds - Balanced E	MF	A1W1QB	4,5/7	25	2 / 3	1,03*	-16,11	7,8	14,10	1x
EB - Sustainable Multi Asset Invest UI	MF	A1JUJ9	4/7	25	3 / 3	0,93	-6,28	6,8	3,90	1x
UBS ETF MSCI Eur. & Mid. East Soc. Respons.	AF ETF	A1JA1T	4,5/7	25	2 / 3	0,28	-16,00	21,2	-0,90	1x
UBS-ETF MSCI World Socially Responsible	AF ETF	A1JA1R	4,5/7	25	2 / 3	0,38	-24,63	36,3	7,60	1x
CSR Ertrag Plus	MF	A1J306	4/7	25	2 / 3	0,58		1,9	1,00	1x
Aachener Spar- und Stiftungs-Fonds	IF	A1H9HS	2,5/7	25	0 / 3	0,64		-2,9	-1,80	1x
Fisch CB Global Opportunistic	WAF	A1H862	4/7	25	0 / 3	0,65*	-17,08	-5,5	18,00	1x
HSBC S&P 500 UCITS ETF	AF ETF	A1C19C	4,5/7	25	0 / 3	0,19	-18,52	40,7	7,00	1x
Invesco S&P 500 High Dividend Low Vola ETF	AF ETF	A14RHD	4/7	25	0 / 3	0,30	0,07	36	-19,00	1x
Vermögenspooling Fonds Nr. 2	MF	A14N9C	3,5/7	25	2 / 3	0,89		6,8	0,60	1x
Vermögenspooling Fonds Nr. 1	MF	A14N9B	4/7	25	1 / 3	0,58		5,5	0,70	1x
Kepler Ethik Mix IA	MF	A11875	4/7	25	3 / 3	0,62	,14,00	4	0,10	1x
Warburg Pax Substanz	MF	A0RHEV	3/7	25	3 / 3	0,68	-9,56	0,2	2,80	1x
Stiftungsfonds Westfalen A	MF	A0RA4R	4,5/7	25	0 / 3	0,89	-13,10	5,9	1,20	1x
Flossbach von Storch Foundation Def. SI	MF	A0M43S	3,5/7	25	1 / 3	0,53	-8,80	6,7	1,40	1x
iShares DJ Eurozone Sustainability Sc.	AF ETF	A0F5UG	4,5/7	25	3 / 3	0,41		24,2	-3,90	1x



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%	2022	2021	2020	pro Jahr
Allianz Stiftungsfonds Nachhaltigkeit P	MF	A0F417	4/7	25	2 / 3	0,94		3,3	-2,70	1x
B.A.U.M. Fair Future Fonds B	MF	A2JF71	4,5/7	25	3 / 3	0,77*	-23,6	15	21,30	1x
Merck Finck Stiftungsfonds UI	MF	848398	4/7	25	1 / 3	1,07	-17,30	6,8	5,40	1x
DWS Balance Portfolio E	MF DF	847130	4/7	25	1 / 3	1,01		8,1	3,20	1x
Fonds für Stiftungen Invesco	MF	802356	4/7	25	2 / 3	1,07	-9,80	10,7	0,40	1x
Leading Cities Invest	IF	679182	2,5/7	25	0 / 3	1,02		2,6	2,50	1x
Deka Stiftungen Balance	MF	589686	4/7	25	2 / 3	1,18		4,3	1,10	4x
DWS ESG Stiftungsfonds LD	MF	531840	4/7	25	2 / 3	1,09	-12,60	6,7	0,60	1x
Bantleon Select - Bantleon Select Infrastructurec IA EUR Inc	AF	LU1989515447	4/7	20	1 / 3	0,97	-9,00	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	1x
Lyxor FTSE China A50 UCITS ETF I D	AF ETF	ETF024	5/7	20	0 / 3	0,40		3,4	21,50	1x
DWS Invest Global Infrastructure LC	AF	LU0329760770	4/7	20	1 / 3	1,12	-3,40	2,2	1,70	
Gutmann Global Dividends EUR A	AF	AT0000A0LXW3	4/7	20		1,59	1,46	25,9	-8,30	
Smart & Fair-Fonds	MF	A2H7NX	4/7	20	3 / 3	0,45	-13,40	5,5	1,30	1x
BKC Treuhand Portfolio S	MF	A2H5XV	4/7	20	3 / 3	0,71	-10,70	5,1	-0,50	1x
GLS Bank Klimafonds	MF	A2DTNB	3,5/7	20	3 / 3	1,06	-14,70	0,9	10,30	1x
ODDO BHF Algo Sustainable Leaders	AF	A0RG5Y	4/7	20	3 / 3	0,74	-21,30	27,42	2,20	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		



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%	2022	2021	2020	pro Jahr
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	IE00BYXVX311	4/7	15	3 / 3	0,52		-2,2	5,90	1x
SPDR Refinitiv Global Convertible Bond UCITS ETF (Dist)	WAF ETF	IE00BNH72088	4/7	15	0 / 3	0,50	-19,53	5,40	5,40	1x
Lyxor MSCI Emerging Markets (LUX) UCITS ETF	AF ETF	ETF127	4,5/7	15	0 / 3	0,14		10,4	7,50	1x
Deka-MultiFactor Global Corporates HY I	RF	DK0LLH	4/7	15	0 / 3	0,58		2,7	3,80	1x
EB - Dividendenstrategie Klima Global I	AF	DE000A3C5CR8	4/7	15	2 / 3	1	-3	/		
Ethius Global Impact Inst EUR	AF	DE000A2QCX03	4,5/7	15		1,2	-22,8	/		
Selection Global Convertibles	WAF	DE0008484957	3,5/7	15	1 / 3	0,91		5,3	1,90	0x
x-trackers II IBOXX GLOB. INFL.-L.	RF ETF	DBX0AL	3/7	15	0 / 3	0,25	-19,04	4,8	7,80	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	-39,19	18,7	45,30	1x
EB - Sustainable Emerging Market Corporate Bond	RF	A2JF7T	4/7	15	2 / 3	0,67	-16,00	-2,66	3,20	1x
WI Global Challenges EM Index-Fonds S	AF ETF	A2DL4N	4,5/7	15	3 / 3					1x
UnInstitutional Gl. Convertibles Sustainable	WAF	A1W8J1	3,5/7	15	2 / 3	1,00*	-18,8	0,5	22,00	1x
Schroder ISF Frontier Markets Eq.	AF	A1W2D2	4/7	15	0 / 3	1,43*	-7,4	39,9	-7,50	1x
Fortezza Finanz - Aktienwerk I	AF	A1T6TU	4/7	15	0 / 3	0,44*	-23,34	23,8	20,10	1x
Xtrackers Portfolio Income UE 1D	ETF MF	A1C1G8	3,5/7	15	0 / 3	0,65		1,7	1,80	2x
NN (L) Global Convertible Opportunities	WAF	A14SRR	3,5/7	15	1 / 3	0,92	-16,12		8,70	
UnInstitutional Global Corporate Bonds Sustainable	RF	A117X3	4/7	15	2 / 3	0,68	-14,69	-1,7	2,90	1x
Metzler European Smaller Companies Sustainability	AF	A0YAYL	5/7	15	2 / 3	0,79	-29,17	-0,9	15,00	1x
iShares Core Euro Corporate Bond	RF ETF	A0RGEP	4/7	15	0 / 3	0,20	-13,86	-1,15	2,60	1x



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%	2022	2021	2020	pro Jahr
JPMorgan Investment Funds - Global Income Fund X (div) - EUR	MF	A0RBX6		15	0 / 3	0,10	-13,10		2,90	
Strategie H&H	AF	A0M6MU	3,5/7	15	0 / 3	1,61		7,4	1,80	
Rheinischer Kirchenfonds	MF	A0JKM9	4/7	15	2 / 3	0,67		-0,57	1,40	1x
Partners Group Listed Invested Inv.	AF PE	A0B61A	5/7	15	0 / 3	1,43	-27,92	52,9	3,60	0x
Candriam GF AUSBIL Global Essential Infrastructure	AF	LU2082382990	5/7	10	2 / 3	0,91	-6,46	22,4		
Atlantis Japan Opportunities Fund	AF	IE00B5TB9J06	5/7	10	0 / 3	1,77		-0,1	20,20	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	-11,58	2,5	2,00	1x
AXA IM WAVE Cat Bonds Fund	RF	A2DKNT	4/7	10	0 / 3	1,13	-3,92	3,9	1,90	4x
Gamax Fund - Junior I	AF	A1JU6B	4,5/7	10	0 / 3	1,16*	-19,73		14,40	0x
Nordea-1 Emerging Stars Equity Fund	AF	A1JHTL	4,5/7	10	1 / 3	1,82	-28,63	-4,9	25,40	0x
Deutscher Mittelstandsanleihen Fonds I	RF	A1J698	5/7	10	0 / 3	1,40		-0,3	-1,20	1x
OptoFlex Y	HF	A1J4Y1	4,5/7	10	0 / 3	0,17*	-5,93	8,2	0,30	1x
IIV Mikrofinanzfonds	RF	A1H44S	3,5/7	10	3 / 3	1,44		1,9	1,32	1x
Pictet - Robotics HI EUR	AF	A141RA	5/7	10	0 / 3	1,19	-30,46	28,5	34,80	1x
Acatis IFK Value Renten	RF	A0X758	4/7	10	0 / 3	1,07*	-12,75	1,9	-2,10	1x
LBBW Global Warming	AF	A0KEYM	5/7	10	3 / 3	1,67	-21,22	35,6	16,10	1x
reconcept Green Energy Asset Bond II	Anleihe	A3MQQJ	5,5/7	5	3 / 3					
ART Transformer Equities I	AF	A2PB6Q	5,5/7	5	0 / 3	1,35*		28	49,40	
Metzler Alternative Multi Strategy	HF	A1J1NT	4/7	5	0 / 3	0,46*	-9,07	3,3	-14,10	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.