

Geld für Generationen: Wie Kirchen, Staatsfonds und Universitätsstiftungen investieren — und was private Anleger daraus lernen können

Roland Rupprechter¹

September 2026

Abstract

Gegenstand dieser Arbeit sind die geduldigsten Großanleger der Welt: Kirchen und Diözesen, Staatsfonds und die Stiftungsvermögen großer Universitäten. Sie verwalten zusammen Vermögen in zweistelliger Billionenhöhe — allein die Staatsfonds kamen Ende 2025 auf rund 15,2 Billionen US-Dollar, die Stiftungen der US-Hochschulen auf rund 944 Milliarden US-Dollar —, und sie tun es unter einer Vorgabe, die privaten Anlegern selten bewusst gemacht wird: Das Geld ist nicht für heute bestimmt, sondern für die nächste Generation und die übernächste. Die Arbeit beschreibt für alle drei Gruppen, wem das Vermögen gehört, woraus es besteht, wie es angelegt wird und wie die großen Verwaltungsmandate vergeben werden.

Die Ergebnisse in Kürze: Der norwegische Staatsfonds hält knapp eineinhalb Prozent aller börsennotierten Aktien der Welt in rund 7.200 Unternehmen, kostet vier Basispunkte im Jahr und erzielte seit 1998 6,6 Prozent pro Jahr — mit einer Entnahmeregulierung von rund drei Prozent, die das Kapital für künftige Generationen erhält. Die großen US-Universitätsstiftungen erzielten über zehn Jahre 7,7 Prozent pro Jahr, die Spitzengruppe um Yale und Stanford über neun Prozent — um den Preis hoher Anteile schwer verkäuflicher Anlagen, deren Grenzen seit 2025 sichtbar werden. Die Kirchen Europas sind vor allem Immobilien- und zunehmend Wertpapieranleger mit ethischen Ausschlusskriterien; die Bilanzsumme allein des

¹Roland Rupprechter, Economic Research, R&B Wealth Management, Kreuzgasse 1a, 6850 Dornbirn; Member Austrian Association for Financial Analysis and Asset Management. Email: roland.rupprechter@rbvm.at.
Erklärung zum Einsatz von KI-Tools: Diese Arbeit entstand unter punktuelltem Einsatz der KI Claude (Anthropic). Inhaltliche Kernleistungen – darunter die Forschungsfrage, das Ziel, die Methodik, die Datenanalyse, sämtliche Berechnungen sowie das Fachwissen und das Layout – wurden vom Autor komplett eigenständig erbracht. Claude diente unter Anleitung als Assistenzwerkzeug zur Unterstützung bei der Recherche, zur Textkürzung, zur Überprüfung von Herleitungen sowie zum Abgleich von Quellen. Manche KI-generierte Textpassagen wurden vom Autor intensiv geprüft und erst nach Erreichen der inhaltlichen Ziele integriert. Zuletzt wurde das System für das Lektorat (Rechtschreibung und akademischer Stil) genutzt. Der Autor trägt die alleinige Verantwortung für den Inhalt der Arbeit.

Erzbistums Köln übersteigt vier Milliarden Euro, davon mehr als drei Viertel in Wertpapieren.

Aus dem Vergleich werden zehn übertragbare Lehren für private Anleger abgeleitet — vom schriftlichen Anlagekonzept über die extrem breite Streuung, die Kostendisziplin und die feste Entnahmeregel bis zur Erkenntnis, dass der lange Anlagehorizont der größte einzelne Vorteil ist, den institutionelle und private Anleger teilen können. Zugleich warnt die Arbeit vor der Nachahmung des Yale-Modells ohne dessen Zugang zu den besten Managern: Wer die Auswahlvorteile der Großen nicht hat, fährt mit der norwegischen Antwort — breit, börsennotiert, regelgebunden, kostengünstig — nachweislich besser.

Keywords: Institutionelle Anleger · Staatsfonds · Kirchenvermögen · Universitätsstiftungen · Anlagehorizont · Diversifikation · Mandatsvergabe.

JEL codes: G11, G23, L31, Z12.

Nicht-technische Zusammenfassung

Wer verwaltet Geld über Generationen — und wie? Diese Arbeit betrachtet drei Gruppen von Anlegern, deren Anlagehorizont nicht in Jahren, sondern in Jahrzehnten und Jahrhunderten gemessen wird: die Kirchen mit ihren Diözesen, Ordensgemeinschaften und Pensionskassen, die Staatsfonds von Norwegen bis Singapur und die Stiftungsvermögen großer Universitäten wie Yale, Harvard oder Oxford. Alle drei legen Geld an, das nie einem einzelnen Menschen ausgezahlt werden soll, sondern eine Aufgabe dauerhaft finanziert — den Gottesdienst, den Wohlstand eines Landes nach dem Öl, die Forschung und Lehre. Genau deshalb sind sie das lehrreichste Anschauungsmaterial für jeden, der privat langfristig anlegt.²

Die Arbeit zeigt zunächst, was die drei Gruppen besitzen: die Kirchen Immobilien aus Jahrhunderten und zunehmend Wertpapiervermögen — vom Erzbistum Köln mit mehr als drei Milliarden Euro in Wertpapieren über die Church Commissioners in England mit 11,6 Milliarden Pfund bis zum Anlagearm der Mormonen mit über 60 Milliarden US-Dollar allein in US-Aktien. Die Staatsfonds verwalten Öl- und Handelsüberschüsse; der norwegische Fonds ist mit umgerechnet mehr als 1,8 Billionen Euro der größte Einzelaktionär der Welt. Die US-Universitätsstiftungen stehen für das Yale-Modell: wenig Anleihen, viel Beteiligungskapital, Hedgefonds und Immobilien — mit hohen Renditen der Spitzengruppe, aber auch mit Grenzen, die seit 2025 deutlich hervortreten.

Ein eigenes Kapitel gilt der Frage, wie institutionelles Geld vergeben wird: über Ausschreibungen, Auswahlverfahren mit Fragebögen, Prüfungen vor Ort und eine Endrunde, die in der Branche Beauty Contest heißt. Die Forschung zeigt dazu ein ernüchterndes Ergebnis: Manager werden vor allem nach vergangener Wertentwicklung ausgewählt, die sich nach der Beauftragung im Durchschnitt nicht wiederholt. Gerade deshalb verlagern die besten Häuser ihre Auswahl von der Vergangenheit auf den Prozess — eine Praxis, von der auch private Anleger bei der Wahl von Fonds, Beratern und Vermögensverwaltern lernen können.³

Aus dem Vergleich der drei Gruppen leitet die Arbeit zehn Lehren für private Anleger ab. Die wichtigsten: Der lange Anlagehorizont ist der einzige Vorteil der Großen, den jeder übernehmen kann, ohne reich zu sein. Extrem breite Streuung und niedrige Kosten erklären den Erfolg des norwegischen Modells besser als jede Einzelentscheidung. Eine feste Entnahmeregel — drei bis fünf Prozent — erhält Vermögen über Generationen. Und schwer verkäufliche Anlagen gehören nur in Depots, die auf ihren Verkauf nie angewiesen sind: Selbst Yale musste 2025 Beteiligungen mit Abschlag abgeben, und Harvard verkaufte schon in der Finanzkrise 2008/09 zu Preisen von weniger als der Hälfte des Buchwerts.

² Größenordnungen: Staatsfonds weltweit rund 15,2 Billionen US-Dollar Ende 2025 (Global SWF, 2026); Stiftungsvermögen der 657 erfassten US-Hochschulen 944,3 Milliarden US-Dollar (NACUBO und Commonfund, 2026).

³ Grundlegend Goyal und Wahal (2008) zu rund 3.400 Mandatsentscheidungen amerikanischer Anlagegremien sowie Jenkinson, Jones und Martinez (2016) zu den Empfehlungen der Investmentberater.

Inhalt

Nicht-technische Zusammenfassung	3
1 Einleitung	5
2 Drei Anlegergruppen, ein Prinzip	6
3 Kirchen und Diözesen als Investoren	7
3.1 Der älteste Großanleger der Welt	7
3.2 Der Vatikan: APSA und IOR	8
3.3 Deutschland und Österreich: Bistümer mit Bilanz	9
3.4 Drei Modelle im Ausland: London, Salt Lake City, Chicago	10
3.5 Ethik als Anlagerichtlinie	11
4 Staatsfonds: Sparen für die Zeit nach dem Öl	12
4.1 Von Kuwait 1953 zur Billionenklasse	12
4.2 Norwegen: der Maßstab	13
4.3 Die anderen Großen: Golf, Singapur, Peking	15
4.4 Und der deutschsprachige Raum? Der KENFO	16
5 Universitätsstiftungen und das Endowment-Modell	17
5.1 Von John Harvard zu David Swensen	17
5.2 Die Zahlen: Spitzengruppe und Durchschnitt	17
5.3 Wie das Yale-Modell funktioniert	18
5.4 Die Grenzen: Liquidität und Steuer	19
5.5 Europa: Oxford, Cambridge und der Rest	20
6 Mandate und Beauty Contests: Wie institutionelles Geld vergeben wird	21
6.1 Der Weg eines Mandats	21
6.2 Was die Forschung über die Auswahl weiß	21
6.3 Was private Anleger daraus mitnehmen	22
7 Der gemeinsame Kern: extrem breit, extrem lang	22
7.1 Streuung als Ausgangspunkt	22
7.2 Anlagehorizont und Entnahmeregeln	23
8 Zehn Lehren für private Anleger	25
9 Fazit	27
Literaturverzeichnis	28
Disclaimer	31

1 Einleitung

Die größten Vermögen der Welt gehören niemandem, der sie je ausgeben wird. Der norwegische Staatsfonds gehört dem norwegischen Volk einschließlich aller künftigen Jahrgänge, das Stiftungsvermögen von Harvard der Universität als Einrichtung auf unbestimmte Dauer, das Vermögen des Erzbistums Köln der Kirche als Körperschaft — nicht dem Bischof, nicht den heutigen Gläubigen. Diese Eigentümerstruktur hat eine unmittelbare Anlagefolge: Wo kein Eigentümer altert, gibt es keinen natürlichen Zeitpunkt, zu dem das Vermögen sicherheitshalber in kurzlaufende Anlagen wandern müsste. Der Anlagehorizont ist grundsätzlich unbegrenzt, und genau darauf sind die Anlagestrategien dieser Häuser gebaut worden — James Tobin hat die Aufgabe der Verwalter solcher Vermögen in einem berühmten Satz beschrieben: Sie sind die Sachwalter der Zukunft gegenüber den Ansprüchen der Gegenwart.⁴

Die Größenordnungen sind beachtlich. Staatsfonds verwalteten Ende 2025 weltweit rund 15,2 Billionen US-Dollar; zusammen mit staatlichen Pensionsfonds und den Anlagen der Notenbanken überschritt das staatlich verwaltete Kapital erstmals 60 Billionen US-Dollar. Die Stiftungen der US-Hochschulen kamen auf 944,3 Milliarden US-Dollar. Für die Kirchen gibt es keine Weltstatistik, aber die Einzelwerte sprechen für sich: 11,6 Milliarden Pfund bei den Church Commissioners der Kirche von England, mehr als 60 Milliarden US-Dollar allein in börsennotierten US-Aktien beim Anlagearm der Kirche Jesu Christi der Heiligen der Letzten Tage, gut vier Milliarden Euro Bilanzsumme allein im Erzbistum Köln — und dazu ein Immobilienbestand, der in Jahrhunderten gewachsen ist.⁵

Diese Arbeit verfolgt drei Ziele. Erstens beschreibt sie, was die drei Anlegergruppen besitzen und wie sie anlegen — mit geprüften Zahlen aus Geschäftsberichten, Aufsichtsdokumenten und wissenschaftlicher Literatur, jeweils mit Datenstand August 2026. Zweitens erklärt sie, wie institutionelles Geld den Weg zu seinen Verwaltern findet: über ausgeschriebene Mandate, geordnete Auswahlverfahren und jene Endausscheidungen, die in der Branche Beauty Contest genannt werden. Drittens übersetzt sie die Beobachtungen in Lehren für private Anleger. Die Leitfrage lautet dabei nicht, ob ein Privatdepot einen Staatsfonds nachbilden kann — das kann es nicht und muss es nicht —, sondern welche Grundsätze sich übertragen lassen, ohne dass man die Größe, den Zugang und die Stäbe der großen Häuser besitzt.⁶

⁴ Tobin (1974), S. 427: „The trustees of an endowed institution are the guardians of the future against the claims of the present.“ Der Aufsatz begründete die bis heute übliche Regel, nur den dauerhaft erzielbaren realen Ertrag zu entnehmen.

⁵ Global SWF (2026): 15,2 Billionen US-Dollar in Staatsfonds, 60 Billionen einschließlich staatlicher Pensionsfonds und Währungsreserven, gezählt über rund 800 staatliche Anleger; NACUBO und Commonfund (2026); Church Commissioners (2026); zum Mormonen-Portfolio Abschnitt 3.4.

⁶ Die Arbeit setzt frühere Arbeiten des Autors fort: zur Liquidität als Überlebensbedingung Rupprechter (2026a), zur Wirkungsfrage grüner Geldanlagen Rupprechter (2026b).

Der Gang der Untersuchung: Kapitel 2 ordnet die drei Gruppen und ihre Gemeinsamkeiten. Kapitel 3 behandelt die Kirchen — vom Vatikan über die deutschen Bistümer und die österreichischen Diözesen bis zu den Church Commissioners, dem Anlagearm der Mormonen und den kirchlichen Pensionswerken —, einschließlich der ethischen Anlagerichtlinien. Kapitel 4 behandelt die Staatsfonds mit Norwegen als ausführlichem Fall, Kapitel 5 die Universitätsstiftungen und das Yale-Modell samt seinen Grenzen. Kapitel 6 beschreibt die Vergabe großer Mandate, Kapitel 7 den gemeinsamen Kern: extrem breite Streuung und extrem langen Anlagehorizont. Kapitel 8 formuliert zehn Lehren für private Anleger, Kapitel 9 schließt.

2 Drei Anlegergruppen, ein Prinzip

Auf den ersten Blick trennt die drei Gruppen mehr, als sie verbindet: Die Kirche verwaltet Vermögen aus Stiftungen, Spenden und Steuern für einen religiösen Auftrag; der Staatsfonds wandelt Rohstoff- oder Handelsüberschüsse in ein Finanzvermögen für die Zeit nach dem Öl; die Universitätsstiftung bündelt Schenkungen von Absolventen zu einem Kapitalstock, dessen Erträge Professuren, Stipendien und Forschung tragen. Doch die Anlageaufgabe ist dieselbe: Ein Vermögen soll eine Aufgabe dauerhaft finanzieren, also real — nach Abzug der Teuerung — mindestens erhalten bleiben und zugleich eine planbare jährliche Entnahme liefern. Tabelle 1 stellt die drei Gruppen nebeneinander.⁷

Tabelle 1: Drei Anlegergruppen im Überblick (Stand: August 2026)

Merkmal	Kirchen und Diözesen	Staatsfonds	Universitätsstiftungen
Geldquelle	Stiftungen, Spenden, Kirchensteuer/-beitrag	Öl-, Gas- und Handelsüberschüsse	Schenkungen, Vermächtnisse
Zweck	Seelsorge, Personal, Bauten, Soziales	Wohlstand künftiger Generationen, Haushaltsstütze	Lehre, Forschung, Stipendien
Anlagehorizont	Jahrhunderte	Generationen	unbegrenzt
Typische Anlagen	Immobilien, Wertpapiere über Spezialfonds	Breite Aktien- und Anleihenportfolios, Beteiligungen	Beteiligungskapital, Hedgefonds, Aktien, Realwerte
Größenordnung	keine Gesamtstatistik; Einzelwerte bis über 60 Mrd. USD	15,2 Bio. USD (Ende 2025)	944 Mrd. USD allein in den USA (FJ 2025)
Entnahmeregeln	haushaltsgebunden	z. B. Norwegen: rund 3 % (realer Ertrag)	meist 4 bis 5,25 % geglättet

Quelle: Global SWF (2026); NACUBO und Commonfund (2026); Geschäftsberichte der genannten Einrichtungen; eigene Zusammenstellung.

Notes: FJ = Fiskaljahr (bei US-Hochschulen meist zum 30. Juni). Die Entnahmeregeln werden in Abschnitt 7.2 verglichen.

⁷ Zur Wirtschaftslogik von Stiftungsvermögen grundlegend Hansmann (1990): Stiftungskapital dient als Puffer und sichert die Unabhängigkeit der Einrichtung über Generationen.

Drei Gemeinsamkeiten prägen das Anlageverhalten aller drei Gruppen. Erstens der Anlagehorizont: Weil das Vermögen nie als Ganzes ausgezahlt wird, können Wertschwankungen ausgehalten werden, die einen privaten Sparer mit nahem Verwendungszweck überfordern würden; kein seriöser Staatsfonds und keine große Stiftung verkauft in der Baisse aus Angst. Zweitens die Regelbindung: Entnommen wird nach fester Formel — Norwegen entnimmt den geschätzten realen Ertrag von rund drei Prozent, Yale 5,25 Prozent geglättet, Oxford 4,25 Prozent des rollierenden Durchschnitts —, sodass weder gute Jahre den Haushalt aufblähen noch schlechte ihn abrupt kürzen. Drittens die Trennung von Eigentum und Verwaltung: Über die Anlage entscheiden Fachgremien nach schriftlichen Richtlinien, nicht die Begünstigten; das diszipliniert — und es erzeugt jenen Markt für ausgeschriebene Mandate, den Kapitel 6 beschreibt.⁸

Zugleich sind die Unterschiede lehrreich, denn sie zeigen, dass es nicht die eine institutionelle Anlagestrategie gibt. Norwegen steht für das börsennotierte, indexnahe, kostengünstige Modell; Yale für das Gegenteil — konzentriert auf schwer verkäufliche Beteiligungen mit hohem Auswahlaufwand; die Kirchen für den Vorrang der Immobilie und die ethische Begrenzung des Anlageuniversums. Chambers, Dimson und Iltis (2012) haben die ersten beiden Wege als Norwegen-Modell und Yale-Modell einander gegenübergestellt; diese Arbeit ergänzt den dritten, älteren Weg der Kirchen und fragt am Ende, welcher sich für private Anleger eignet.⁹

3 Kirchen und Diözesen als Investoren

3.1 Der älteste Großanleger der Welt

Kein anderer Anleger blickt auf eine längere ununterbrochene Vermögensgeschichte zurück als die Kirche. Stifte und Klöster bewirtschaften ihre Güter seit dem Hochmittelalter — das Stift Klosterneuburg bei Wien, gegründet 1114, betreibt bis heute das älteste Weingut Österreichs und verwaltet daneben einen erheblichen Immobilienbestand; englische Colleges leben seit dem 13. Jahrhundert von Landstiftungen; die New Yorker Trinity Church wurde 1705 durch eine Landschenkung von Königin Anne — 215 Acres auf Manhattan — zu einem Grundbesitzer, dessen Nachfolgevermögen heute rund sechs Milliarden US-Dollar beträgt. Vermögensverwaltung über Jahrhunderte ist für Kirchen also nicht Theorie, sondern Alltag; ihre klassische

⁸ Entnahmeregeln: Finanzministerium Norwegen (Handlungsregel, seit 2017 drei Prozent); Yale University (2025); University of Oxford (2026). Zum Glätten der Ausschüttungen auch Brown, Dimmock, Kang und Weisbenner (2014).

⁹ Chambers, Dimson und Iltis (2012); zum Yale-Modell im Original Swensen (2009).

Anlage war und ist die Immobilie, ergänzt um Wald, Landwirtschaft und — historisch jung — das Wertpapier.¹⁰

Der Übergang von der Immobilie zum Wertpapier hat einen prominenten Urheber: John Maynard Keynes, der das Stiftungsvermögen des King's College in Cambridge von 1921 bis zu seinem Tod 1946 verwaltete, verkaufte früh Teile des Landbesitzes und setzte als einer der ersten institutionellen Verwalter überhaupt planmäßig auf Aktien — mit einer Mehrrendite von geschätzt fünf bis sechs Prozentpunkten pro Jahr gegenüber dem britischen Markt. Was heute als Selbstverständlichkeit gilt, war damals ein Bruch: Ein Vermögen, das Jahrhunderte überdauern soll, wurde erstmals überwiegend nach erwartetem Ertrag statt nach Grundbuch geordnet. Die Kirchen und Colleges waren damit — lange vor den Staatsfonds — die Versuchsanstalt der langfristigen Kapitalanlage.¹¹

3.2 Der Vatikan: APSA und IOR

Die Vermögensverwaltung des Heiligen Stuhls liegt seit der Reform unter Papst Franziskus im Wesentlichen bei der Güterverwaltung APSA, die seit 2021 jährlich Rechenschaft ablegt. Ihr Kern ist ein Immobilienbestand von 4.234 verwalteten Einheiten in Italien — davon 2.866 im Eigentum — sowie Auslandsimmobilien, die über Gesellschaften in England, Frankreich und der Schweiz gehalten werden; dazu kommt ein Wertpapierportfolio, das 2024 8,5 Prozent Rendite erzielte. Der Gewinn von 62,2 Millionen Euro im Jahr 2024 — davon 46,1 Millionen zur Deckung des Defizits des Heiligen Stuhls — zeigt beides: Der Vatikan ist gemessen an Staatsfonds ein kleiner Anleger, aber einer, dessen Erträge unmittelbar den laufenden Haushalt tragen.¹²

Die zweite Einrichtung, das Istituto per le Opere di Religione (IOR, oft „Vatikanbank“ genannt), verwaltet die Gelder von Ordensgemeinschaften, Diözesen und vatikanischen Einrichtungen: 5,9 Milliarden Euro Kundenvermögen, ein Jahresgewinn von 51 Millionen Euro (2025) und eine Kernkapitalquote von 71,9 Prozent — Zahlen einer kleinen, überkapitalisierten Bank mit einem einzigen Anteilseigner, dem Papst, an den 2025 eine Dividende von 24,3 Millionen Euro floss. Dass Anlagedisziplin auch hier erlernt werden musste, zeigt der Fall der Londoner Immobilie 60 Sloane Avenue: mit Mitteln des Staatssekretariats teuer erworben, 2022 mit einem Verlust in dreistelliger Millionenhöhe verkauft und Anlass des größten Finanzstrafverfahrens der vatikanischen Geschichte. Als

¹⁰ Stift Klosterneuburg: gegründet 1114 durch Markgraf Leopold III.; Trinity Church Wall Street (2025): Landschenkung 1705, heutiges Vermögen rund 6 Milliarden US-Dollar, seit 2019 mehr als 500 Millionen US-Dollar an Förderungen.

¹¹ Chambers und Dimson (2013): Keynes als Bursar des King's College 1921-1946; Aktienanteil bis 1946 rund ein Drittel des College-Vermögens.

¹² APSA (2025), Jahresbericht 2024: Gewinn 62,2 Millionen Euro; Immobilienerträge 35,1 Millionen Euro; Wertpapierrendite 8,51 Prozent.

Antwort wurden die Anlagen zentralisiert und 2022 mit „Mensuram Bonam“ erstmals vatikanische Leitlinien für glaubenskonformes Investieren veröffentlicht.¹³

3.3 Deutschland und Österreich: Bistümer mit Bilanz

Wie vermögend die Kirche in Deutschland ist, weiß die Öffentlichkeit erst seit gut zehn Jahren. Der Anstoß war unfreiwillig: Die auf rund 31 Millionen Euro gestiegenen Kosten des Limburger Bischofssitzes führten 2013 zu einer Vertrauenskrise, in deren Folge alle 27 deutschen Bistümer begannen, Jahresabschlüsse zu veröffentlichen — die meisten nach handelsrechtlichen Grundsätzen. Seither lässt sich nachlesen, dass die Diözesanvermögen weniger aus Kirchengebäuden als aus Wertpapieren bestehen: Das Erzbistum Köln wies zuletzt eine Bilanzsumme von 4,4 Milliarden Euro aus, davon 3,4 Milliarden in Finanzanlagen — überwiegend zwei für das Erzbistum aufgelegte Spezialfonds mit Aktien und Anleihen —, während Grundstücke und Bauten zu vorsichtigen Buchwerten von nur 0,6 Milliarden Euro in der Bilanz stehen. Tabelle 2 zeigt drei große Bistümer im Vergleich.¹⁴

Tabelle 2: Drei deutsche Erzbistümer in Zahlen (jüngste veröffentlichte Abschlüsse)

	Köln	Paderborn	München u. Freising
Berichtsjahr	2024	2024	2025
Bilanzsumme	4,40 Mrd. €	4,99 Mrd. €	rund 4,1 Mrd. €
davon Finanzanlagen	3,42 Mrd. €	—	rund 1,5 Mrd. €
Immobilien (Buchwerte)	0,64 Mrd. €	—	rund 1,4 Mrd. €
Kirchensteuerertrag	666,1 Mio. €	420,5 Mio. €	630 Mio. €
Jahresergebnis	13,2 Mio. €	82,8 Mio. €	rund 74 Mio. €

Quelle: Erzbistum Köln (2025); Erzbistum Paderborn (2025); Erzdiözese München und Freising (2026); eigene Zusammenstellung.

Notes: Buchwerte nach Handelsrecht; Immobilien sind vorsichtig bewertet, der Verkehrswert liegt deutlich höher; für Köln ist die Position Grundstücke und Bauten ausgewiesen. Der Kölner Abschluss umfasst Erzbistum und Erzbischöflichen Stuhl gemeinsam, in Paderborn und München bilanzieren die Stühle getrennt — der Paderborner gilt als vermögendster des Landes. Nicht enthalten sind die rechtlich selbständigen Kirchengemeinden und Stiftungen.

Die laufende Finanzierung ruht in Deutschland auf der Kirchensteuer: 2025 nahmen die katholische Kirche 6,75 Milliarden Euro und die evangelische Kirche 6,09 Milliarden Euro ein — zusammen ein nominaler Höchststand, real wegen der Teuerung leicht rückläufig

¹³ IOR (2026), Annual Report 2025; zum Londoner Verfahren: Verkauf an einen Finanzinvestor im Juli 2022 für 186 Millionen Pfund (rund 216 Millionen Euro); gemessen an Erwerbs- und Finanzierungskosten von rund 350 Millionen Euro ergibt sich ein Verlust von etwa 130 Millionen Euro, eine amtliche Bezifferung liegt nicht vor. Erstinstanzliches Urteil des vatikanischen Gerichts vom Dezember 2023, Berufungsverfahren seit September 2025; Päpstliche Akademie der Sozialwissenschaften (2022).

¹⁴ Bistum Limburg: Kosten des Diözesanen Zentrums rund 31 Millionen Euro (Prüfbericht 2014: 31,5 Millionen); Erzbistum Köln (2025), Finanzbericht 2024. Der Kölner Abschluss umfasst das Erzbistum und den Erzbischöflichen Stuhl gemeinsam; eine Ausnahme von der handelsrechtlichen Rechnungslegung ist Münster, das dem kommunalen Rechnungswesen folgt.

und wegen der Austritte mit absehbar sinkender Richtung. Genau darin liegt der Anlageauftrag der Bistümer: Die Wertpapiervermögen sind großteils zweckgebunden — sie decken Pensionszusagen an Geistliche und Beschäftigte sowie Instandhaltungslasten — und sie sollen Erträge liefern, die wegfallende Steuereinnahmen teilweise ersetzen. Angelegt wird über Spezialfonds mit externen Verwaltern, ausgewählt in Verfahren, wie sie Kapitel 6 beschreibt, und gebunden an die ethischen Kriterien des Abschnitts 3.5.¹⁵

Österreich kennt keine Kirchensteuer, sondern den privaten Kirchenbeitrag: 539,4 Millionen Euro brachten die Katholiken 2024 auf, 70,6 Prozent der diözesanen Einnahmen von 763,8 Millionen Euro; dazu kommen 65,7 Millionen Euro staatliche Entschädigungsleistungen und 159 Millionen Euro aus Vermögensverwaltung, Mieten und Diensten. Die Vermögen der österreichischen Diözesen sind kleiner und weniger einheitlich veröffentlicht als die deutschen; auffällig ist dafür das wirtschaftliche Gewicht der Stifte und Orden — von Klosterneuburg bis Admont —, die Wald, Wein, Immobilien und Beteiligungen seit Jahrhunderten in eigener Regie führen. Als Spezialist für kirchliche und ethische Veranlagung hat sich in Wien zudem das 1832 gegründete Bankhaus Schelhammer & Schattera (heute Schelhammer Capital) einen Namen gemacht.¹⁶

3.4 Drei Modelle im Ausland: London, Salt Lake City, Chicago

Tabelle 3: Kirchliche Großanleger im Vergleich

Einrichtung	Vermögen	Prägung
Church Commissioners (anglikanisch)	11,6 Mrd. £ (2025)	Stiftungsfonds seit 1704/1948; Ziel Teuerung + 4 %
Ensign Peak Advisors (Mormonen)	60,8 Mrd. \$ US- Aktien (Mitte 2026)	Reservefonds; indexnah; lange verschwiegen
Wespath (Methodisten)	rund 28 Mrd. \$ (Ende 2025)	Pensionskasse seit 1908 mit Ethikkriterien
IOR („Vatikanbank“)	5,9 Mrd. € Kundengelder (2025)	Bank der Orden und Diözesen
APSA (Heiliger Stuhl)	4.234 Immobilien in Italien	Güterverwaltung; Erträge decken das Defizit
Trinity Church Wall Street	rund 6 Mrd. \$	Landschenkung 1705, heute Immobilien und Wertpapiere

Quelle: Church Commissioners (2026); SEC-13F-Meldung zum 30. Juni 2026; Wespath (2026); IOR (2026); APSA (2025); Trinity Church Wall Street (2025); eigene Zusammenstellung.

Notes: Angaben nach jeweils jüngster Veröffentlichung; das Gesamtvermögen von Ensign Peak einschließlich Anleihen und weiterer Anlagen wurde 2019 auf rund 100 Mrd. \$ beziffert.

Wie unterschiedlich Kirchen anlegen können, zeigen drei Einrichtungen. Die Church Commissioners for England verwalten das historische Stiftungsvermögen der anglikanischen Kirche — hervorgegangen aus Queen Anne's Bounty von 1704 — als

¹⁵ Kirchensteuer 2025: Mitteilungen der Deutschen Bischofskonferenz und der EKD (2026); real leicht rückläufig bei 2,2 Prozent Teuerung.

¹⁶ Katholische Kirche Österreich (2025), Budgetzahlen 2024; 4,56 Millionen Katholiken.

diversifizierten Fonds von 11,6 Milliarden Pfund (Ende 2025) mit Aktien, Beteiligungskapital, Wald und Immobilien. Das Renditeziel ist klassisch für Generationenvermögen formuliert: Teuerung plus vier Prozentpunkte. 2025 wurden 8 Prozent erzielt, das siebzehnte positive Jahr in Folge; ausgeschüttet wurden 282,4 Millionen Pfund, rund ein Fünftel der laufenden Kosten der Kirche von England — der Rest kommt aus den Gemeinden. Bemerkenswert ist die Ausschüttungsplanung in Dreijahresperioden: Für 2023 bis 2025 wurden 1,2 Milliarden Pfund zugesagt, eine Steigerung um 30 Prozent.¹⁷

Das Gegenmodell an Größe ist Ensign Peak Advisors, der Anlagearm der Kirche Jesu Christi der Heiligen der Letzten Tage (Mormonen) in Salt Lake City. Sein offengelegtes US-Aktienportfolio umfasste Mitte 2026 60,8 Milliarden US-Dollar in 1.724 Titeln — die größten Positionen: Nvidia, Apple, Microsoft, Alphabet —, das Gesamtvermögen einschließlich Anleihen und weiterer Anlagen wurde 2019 von einem Whistleblower auf rund 100 Milliarden US-Dollar beziffert. Bekannt wurde der Fonds freilich anders, als es sich eine Kirche wünscht: 2023 zahlten Kirche und Fonds fünf Millionen US-Dollar an die US-Börsenaufsicht, weil die Beteiligungen von 1997 bis 2019 über dreizehn Schein-Gesellschaften gemeldet und so der Öffentlichkeit verborgen worden waren. Der Fall zeigt die Kehrseite kirchlicher Vermögen: Wo Transparenz fehlt, wächst das Misstrauen schneller als das Kapital.¹⁸

Dazwischen steht Wespeth Benefits and Investments bei Chicago, seit 1908 die Versorgungseinrichtung der Vereinigten Methodistenkirche: rund 28 Milliarden US-Dollar für mehr als 100.000 Versorgungsberechtigte und über 170 institutionelle Kunden — der Sache nach eine kirchliche Pensionskasse, die wie ein weltlicher Altersvorsorger anlegt, aber nach kirchlichen Ausschlusskriterien. Zusammengenommen zeigen London, Salt Lake City und Chicago die Spannweite kirchlicher Kapitalanlage: das transparente Stiftungsmodell mit Inflationsziel, das verschwiegene Reservevermögen mit Indexnähe und die regelgebundene Pensionskasse.¹⁹

3.5 Ethik als Anlagerichtlinie

Allen kirchlichen Anlegern gemeinsam ist die ethische Begrenzung des Anlageuniversums — sie ist historisch die älteste Form des nachhaltigen Investierens. Die Church Commissioners schließen seit ihrer Gründung Rüstung, Tabak und Glücksspiel aus und lassen sich von einem eigenen Ethikbeirat beraten; die deutsche Bischofskonferenz hat gemeinsam mit dem Zentralkomitee der deutschen Katholiken eine Orientierungshilfe für

¹⁷ Church Commissioners (2026), Annual Report 2025; zur Anlagepraxis der englischen Kirchen auch Kreander, McPhail und Molyneaux (2004).

¹⁸ SEC (2023), Pressemitteilung 2023-35 vom 21. Februar 2023: 4 Millionen US-Dollar Strafe für Ensign Peak, 1 Million für die Kirche; 13F-Meldung zum 30. Juni 2026: 60,8 Milliarden US-Dollar.

¹⁹ Wespeth (2026): rund 28 Milliarden US-Dollar verwaltetes Vermögen per 31. Dezember 2025.

kirchliche Finanzverantwortliche vorgelegt, die Ausschlüsse, Positivauswahl und Engagement verbindet; der Vatikan hat mit „Mensuram Bonam“ 2022 nachgezogen. Die Wirkung auf die Rendite ist nach der Forschung gering: Für die norwegischen und schwedischen Staatsfonds — deren Ausschlusspraxis den kirchlichen Regeln ähnelt — fanden Hoepner und Schopohl (2018) keine messbaren Renditeeinbußen durch ethisch begründete Ausschlüsse.²⁰

Für private Anleger hält das Kirchenkapitel drei Beobachtungen bereit. Erstens: Immobilienbesitz wirkt solide, ist aber träge — die Bistümer und der Vatikan verdienen an ihren Wertpapieren gemessen am eingesetzten Kapital meist mehr als an ihren Gebäuden, und verkäuflich ist das Wertpapier obendrein. Zweitens: Zweckbindung diszipliniert; wer wie die Bistümer weiß, dass sein Kapital Pensionen decken muss, streut breit und spart in guten Jahren, statt auszugeben. Drittens: Ethische Ausschlüsse sind eine legitime persönliche Entscheidung, die nach der vorliegenden Forschung wenig Rendite kostet, solange die Streuung erhalten bleibt — die Kirchen praktizieren das seit Jahrzehnten.

4 Staatsfonds: Sparen für die Zeit nach dem Öl

4.1 Von Kuwait 1953 zur Billionenklasse

Der erste Staatsfonds der Welt entstand nicht in Norwegen, sondern am Golf: 1953 — noch vor der Unabhängigkeit des Landes — richtete Kuwait das Kuwait Investment Board ein, um Öleinnahmen außerhalb des Landes anzulegen; traditionell fließt ein Zehntel der kuwaitischen Staatseinnahmen in den daraus hervorgegangenen Future Generations Fund, dessen Name das Programm der ganzen Gattung vorwegnahm. Heute zählt die Branche rund 15,2 Billionen US-Dollar in Staatsfonds — mehr als das Fünfzehnfache aller US-Hochschulstiftungen —, und 2025 überschritt mit dem norwegischen Fonds erstmals ein einzelner Fonds die Marke von zwei Billionen US-Dollar. Üblich ist die Einteilung nach dem Zweck: Sparfonds legen Rohstoff Erlöse für künftige Generationen an, Stabilisierungsfonds glätten den Staatshaushalt über den Ölpreiszyklus, Entwicklungsfonds wie der saudische PIF sollen zugleich die heimische Wirtschaft verbreitern.²¹

²⁰ Deutsche Bischofskonferenz und ZdK (2021), „Ethisch-nachhaltig investieren“, 2., aktualisierte Auflage; Päpstliche Akademie der Sozialwissenschaften (2022); Hoepner und Schopohl (2018); zur Wirkungsfrage grüner Anlagen ausführlich Rupprechter (2026b).

²¹ Global SWF (2026); Kuwait Investment Authority: hervorgegangen aus dem Kuwait Investment Board von 1953, ältester Staatsfonds der Welt. Zur Forschungsübersicht Megginson und Fotak (2015).

Tabelle 4: Die zehn größten Staatsfonds der Welt

Fonds	Land	Gegründet	Vermögen, Mrd. USD
Norges Bank Investment Management	Norwegen	1996*	2.056
SAFE Investment Company	China	1997	1.988
China Investment Corporation	China	2007	1.567
Abu Dhabi Investment Authority	VAE (Abu Dhabi)	1976	1.187
Public Investment Fund	Saudi-Arabien	1971	1.151
Kuwait Investment Authority	Kuwait	1953	1.002
GIC	Singapur	1981	936
Qatar Investment Authority	Katar	2005	580
Investment Corporation of Dubai	VAE (Dubai)	2006	429
Mubadala Investment Company	VAE (Abu Dhabi)	2002	385

Quelle: Global SWF (2026), Datenstand Mai 2026; Gründungsjahre nach Angaben der Fonds.

Notes: * Gesetz über den norwegischen Petroleumfonds 1990, erste Zuführung 1996. Temasek (Singapur, 1974) folgt mit 324 Mrd. USD auf Rang zwölf; nach eigener Angabe betrug der Portfoliowert per 31. März 2026 bereits 518 Mrd. Singapur-Dollar.

Weil Staatsfonds Vermögen eines Staates im Ausland anlegen, werfen sie eine eigene Vertrauensfrage auf: Empfängerländer fürchten politisch gesteuerte Beteiligungen, Herkunftsländer die Veruntreuung. Als Antwort verständigten sich die großen Fonds im Oktober 2008 auf die Santiago-Prinzipien — vierundzwanzig Grundsätze zu Transparenz, Unabhängigkeit der Anlageentscheidung und Rechenschaft, überwacht durch das daraus entstandene International Forum of Sovereign Wealth Funds. Die Bandbreite der tatsächlichen Offenheit bleibt groß: Norwegen veröffentlicht jede einzelne Beteiligung, Abu Dhabi und Singapur nennen nicht einmal die Vermögenshöhe — GIC beziffert grundsätzlich nur die rollierende Zwanzigjahresrendite. Für Anleger, die von den Großen lernen wollen, ist deshalb Norwegen der ergiebigste Fall.²²

4.2 Norwegen: der Maßstab

Der Government Pension Fund Global ist das Ergebnis einer einfachen, konsequent durchgehaltenen Idee: Die Öleinnahmen Norwegens werden nicht ausgegeben, sondern vollständig in ein weltweit gestreutes Wertpapierportfolio außerhalb Norwegens gelegt; der Staat entnimmt jährlich nur den erwarteten realen Ertrag — die Handlungsregel, seit 2017 rund drei Prozent. Das Gesetz stammt von 1990, das erste Geld floss 1996, seit 1998 verwaltet die Notenbanktochter Norges Bank Investment Management. Ende 2025 stand der Fonds bei 21.268 Milliarden Kronen — umgerechnet gut 1,8 Billionen Euro oder rund 330.000 Euro je Einwohner —, Mitte 2026 bereits bei 22.683 Milliarden Kronen. Abbildung 1 zeigt den Weg dorthin: Von der ersten Zuführung im Mai 1996 bis zur ersten

²² IWG-SWF (2008), Santiago-Prinzipien; IFSWF seit April 2009. GIC (2025): nominale Zwanzigjahresrendite 5,7 Prozent pro Jahr in US-Dollar, real 3,8 Prozent (per 31. März 2025).

Billion Kronen dauerte es achteinhalb Jahre; die letzte Billion kam zuletzt in Monaten hinzu — der Zinseszins in Reinform.²³

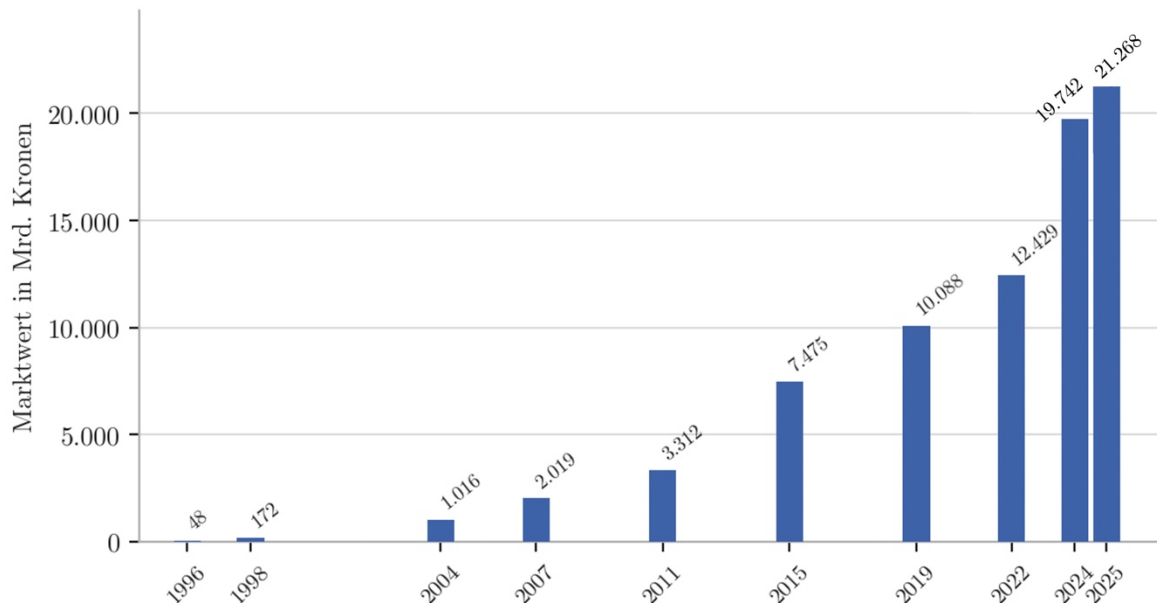


Abbildung 1: Marktwert des norwegischen Staatsfonds zum Jahresende ausgewählter Jahre, in Milliarden norwegischen Kronen. Quelle: NBIM (2026a, 2026c); eigene Darstellung.

Die Anlagestrategie ist bewusst unspektakulär: Ende 2025 lagen 71,3 Prozent in börsennotierten Aktien, 26,5 Prozent in Anleihen, 1,7 Prozent in nicht börsennotierten Immobilien und 0,4 Prozent in erneuerbarer Infrastruktur. Der Fonds hält knapp eineinhalb Prozent aller börsennotierten Aktien der Welt, verteilt auf rund 7.200 Unternehmen in rund 70 Ländern — er ist damit der größte Einzelaktionär der Welt und zugleich einer der am breitesten gestreuten. Gesteuert wird eng an einem vom Finanzministerium vorgegebenen Vergleichsindex; die Abweichungen sind klein, ein Teil wird an externe Spezialisten vergeben (Abschnitt 6.2). Die Aktienquote wurde in drei politisch beschlossenen Schritten erhöht — 40 Prozent ab 1998, 60 Prozent ab 2007, 70 Prozent seit 2017 —, wobei der Schritt von 2007 mitten in die Finanzkrise fiel und der Fonds die Baisse 2008/09 folglich als Großkäufer durchlief: Regelbindung ersetzt Marktmeinung.²⁴

Die Ergebnisse: 2025 erzielte der Fonds 15,1 Prozent — Aktien 19,3, Anleihen 5,4, Immobilien 4,4, erneuerbare Infrastruktur 18,1 Prozent —, seit 1998 im Schnitt 6,64 Prozent pro Jahr und kumuliert 13.457 Milliarden Kronen Anlageertrag: Mehr als die Hälfte des heutigen Fondswerts ist Ertrag, nicht eingezahltes Ölgeld. Bemerkenswerter

²³ NBIM (2026a), Annual Report 2025; Umrechnung zum Kurs von rund 11,6 Kronen je Euro und rund 5,6 Millionen Einwohnern, eigene Berechnung. Die Marke von 1.000 Milliarden Kronen wurde am 5. Dezember 2004 überschritten; die Jahresendwerte der Abbildung 1 stammen aus den Jahresberichten der jeweiligen Jahre (NBIM, 2026c).

²⁴ NBIM (2026a); Erhöhung der strategischen Aktienquote von 62,5 auf 70 Prozent: Beschluss von Regierung und Storting 2017.

als die Rendite sind die Kosten: vier Basispunkte — 0,04 Prozent — des verwalteten Vermögens im Jahr, erreicht mit 678 Beschäftigten an fünf Standorten. Ein typischer aktiv verwalteter Publikumsfonds kostet das Dreißig- bis Fünzigfache. Gegenüber seinem Vergleichsindex lag der Fonds 2025 um 0,28 Prozentpunkte zurück, seit 1998 um 0,24 Prozentpunkte pro Jahr vorn — die Wertschöpfung kommt aus Marktbreite, Kostendisziplin und Durchhalten, nicht aus Prognosen.²⁵

Tabelle 5: Der norwegische Staatsfonds in Zahlen (per Ende 2025)

Kennzahl	Wert
Marktwert	21.268 Mrd. NOK (rund 1,8 Bio. EUR)
Rendite 2025 / seit 1998	15,1 % / 6,64 % p. a.
Kumulierter Ertrag seit 1998	13.457 Mrd. NOK
Aktien / Anleihen / Immobilien / Infrastruktur	71,3 / 26,5 / 1,7 / 0,4 %
Anteil am Weltaktienmarkt	knapp 1,5 % in rund 7.200 Unternehmen
Verwaltungskosten	0,04 % p. a.
Entnahmeregulierung des Staates	rund 3 % (erwarteter realer Ertrag)
Beschäftigte	678 an fünf Standorten

Quelle: NBIM (2026a), Annual Report 2025; eigene Zusammenstellung. Euro-Umrechnung: eigene Berechnung.

Zum norwegischen Modell gehört schließlich die ethische Regelbindung. Seit 2004 gelten ethische Richtlinien: ausgeschlossen sind Hersteller bestimmter Waffen, von Tabak und Cannabis sowie Unternehmen mit hohem Kohleanteil; dazu kommen verhaltensbezogene Ausschlüsse etwa bei schweren Umweltschäden, Menschenrechtsverletzungen oder Korruption, vorbereitet durch einen unabhängigen Ethikrat. Allein 2025 wurden zehn Unternehmen ausgeschlossen und 58 kleinere Positionen aus Nachhaltigkeitsgründen veräußert; abgestimmt wurde auf 10.873 Hauptversammlungen. Dass der Fonds im August 2025 nach einer dringlichen Prüfung mehrere israelische Unternehmen ausschloss und seine Ethikzuständigkeiten im November 2025 vorläufig neu ordnete, zeigt zugleich die Grenze des Modells: Ein Fonds dieser Größe bleibt ein politisches Wesen — auch das unterscheidet Staatsvermögen von Privatvermögen.²⁶

4.3 Die anderen Großen: Golf, Singapur, Peking

Hinter Norwegen folgt eine Gruppe, die weniger zeigt und teils anderes will. Die 1976 gegründete Abu Dhabi Investment Authority ist der klassische stille Sparfonds: weltweit gestreut, hoher Anteil indexnaher Anlagen, ausgewiesen werden nur rollierende Langfristrenditen — 6,3 Prozent pro Jahr über zwanzig, 7,1 Prozent über dreißig Jahre (per Ende 2024, in US-Dollar). Singapur fährt zweigleisig: das 1981 gegründete GIC

²⁵ NBIM (2026a). Bereits die Untersuchung von Ang, Goetzmann und Schaefer (2009) im Auftrag des Finanzministeriums zeigte, dass der aktive Beitrag klein ist und die Ergebnisse überwiegend durch systematische Marktfaktoren erklärt werden.

²⁶ NBIM (2026b), Responsible Investment 2025; Ethikrichtlinien seit 2004; zu den Renditewirkungen der Ausschlüsse Hoepner und Schopohl (2018): keine messbare Einbuße.

verwaltet die Staatsreserven mit dem erklärten Ziel, deren internationale Kaufkraft zu erhalten — über zwanzig Jahre wurden real 3,8 Prozent pro Jahr erzielt —, während das ältere Temasek (gegründet 1974) als staatliche Beteiligungsgesellschaft konzentrierter und unternehmerischer anlegt: 518 Milliarden Singapur-Dollar Portfoliowert per März 2026, davon 43 Prozent in Singapur-Beteiligungen wie Singapore Airlines oder DBS.²⁷

Wieder anders die Entwicklungsfonds: Der saudische Public Investment Fund — 1971 gegründet, 2015/16 neu ausgerichtet — soll mit inzwischen rund 1,15 Billionen US-Dollar die Wirtschaft des Landes über das Öl hinaus verbreitern und finanziert dazu Großvorhaben im eigenen Land ebenso wie Beteiligungen im Ausland — der Anlageerfolg ist hier nur ein Ziel unter mehreren, was ihn von einem reinen Sparfonds unterscheidet. China schließlich hält über zwei Gesellschaften — die China Investment Corporation und die ältere SAFE Investment Company als Anlagearm der Devisenverwaltung — zusammen rund 3,6 Billionen US-Dollar, größtenteils aus Leistungsbilanzüberschüssen. Für private Beobachter ist die Unterscheidung wesentlich: Nicht jeder Staatsfonds ist ein Vorbild fürs Sparen; lehrreich sind vor allem jene, deren einziger Auftrag der langfristige reale Vermögenserhalt ist.²⁸

4.4 Und der deutschsprachige Raum? Der KENFO

Deutschland besitzt seit 2017 einen Fonds, der einem Staatsfonds näherkommt, als sein sperriger Name vermuten lässt: Der KENFO — Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung — erhielt 24,1 Milliarden Euro von den Energieversorgern und muss daraus die Zwischen- und Endlagerung der nuklearen Abfälle bis zum Ende des Jahrhunderts bezahlen. Per Ende 2025 verwaltete er 25,6 Milliarden Euro — 41,0 Prozent Aktien, 39,4 Prozent Anleihen, 14,3 Prozent illiquide Anlagen, 5,3 Prozent Kasse — und hatte trotz kumulierter Auszahlungen von 5,3 Milliarden Euro aus dem Anfangskapital in acht Jahren einen Gesamtwert von 30,9 Milliarden Euro einschließlich Auszahlungen gemacht. Seine Mandate vergibt er, wie es Kapitel 6 beschreibt: über öffentliche Ausschreibungen an externe Verwalter.²⁹

Österreich hat keinen vergleichbaren Fonds — die Staatsbeteiligungen der ÖBAG sind eine Holding, kein Sparvermögen —, und in Deutschland scheiterte der Gedanke eines breiten staatlichen Generationenfonds für die Altersvorsorge: Das Generationenkapital des Rentenpakets II kam 2024 nicht mehr durch den Bundestag, und die seit 2025 amtierende Koalition verfolgt statt eines kollektiven Staatsfonds die individuell geführte Frühstart-Rente. Umso bemerkenswerter ist, was der KENFO im

²⁷ ADIA (2025), 2024 Review; GIC (2025); Temasek (2026), Temasek Review 2026: Total Shareholder Return über zwanzig Jahre 6,8 Prozent pro Jahr in Singapur-Dollar.

²⁸ Vermögenswerte: Global SWF (2026), Datenstand Mai 2026.

²⁹ KENFO (2026), Zahlen per 31. Dezember 2025; Auszahlung 2025: 823 Millionen Euro an das Bundesumweltministerium.

Kleinen vorführt: Ein junger Fonds ohne Rohstoffquelle kann mit weltweiter Streuung, professioneller Vergabe und Regelbindung binnen weniger Jahre eine Ertragsgeschichte vorweisen, für die es keinen Ölpreis braucht — nur Zeit, Breite und Disziplin.³⁰

5 Universitätsstiftungen und das Endowment-Modell

5.1 Von John Harvard zu David Swensen

Die amerikanische Universitätsstiftung beginnt mit einem Vermächtnis: 1638 hinterließ der junge Geistliche John Harvard dem neuen College bei Boston die Hälfte seines Nachlasses und seine Bibliothek — daraus wurde die reichste Universität der Welt. Das Prinzip ist bis heute dasselbe: Absolventen und Gönner stiften Kapital, meist zweckgebunden — Harvards Endowment besteht aus rund 14.800 einzelnen Fonds für Professuren, Stipendien oder Institute —, die Universität legt es gebündelt an und entnimmt jährlich rund fünf Prozent für den Betrieb. Die Größenordnungen sind amerikanisch: 56,9 Milliarden US-Dollar in Harvard, deren Ausschüttung von 2,5 Milliarden rund 37 Prozent des Universitätshaushalts trägt; in Princeton stammen sogar rund zwei Drittel der Nettoeinnahmen aus dem Stiftungsvermögen.³¹

Zur Anlegerlegende wurde die Gattung durch einen Mann: David Swensen, von 1985 bis zu seinem Tod 2021 Anlagechef von Yale. Er drehte das damals übliche Depot aus US-Aktien und Anleihen auf schwer verkäufliche, aber ertragreichere Anlagen: Beteiligungskapital, Wagniskapital, Absolute-Return-Strategien, Immobilien und Wald. Aus 1,3 Milliarden US-Dollar wurden über 31 Milliarden; die 13,1 Prozent pro Jahr über 35 Jahre — 4,3 Prozentpunkte jährlich mehr als ein klassisches 60/40-Depot — sind die vielleicht beste dokumentierte Langfristleistung der institutionellen Kapitalanlage. Ebenso prägend wurde seine Schule: Rund fünfzehn seiner Mitarbeiter führten später die Stiftungsvermögen von Princeton über MIT bis Stanford und Penn.³²

5.2 Die Zahlen: Spitzengruppe und Durchschnitt

Das Fiskaljahr 2025 — für die meisten US-Hochschulen zum 30. Juni — war ein gutes: Die 657 in der NACUBO-Commonfund-Studie erfassten Stiftungen erzielten im Schnitt 10,9 Prozent nach Kosten und verwalteten zusammen 944,3 Milliarden US-Dollar; über zehn Jahre stehen 7,7 Prozent pro Jahr zu Buche. Ausgeschüttet wurden 33,4 Milliarden US-Dollar — im Schnitt 4,9 Prozent des Stiftungswerts —, wovon knapp die Hälfte in

³⁰ Rentenpaket II: Kabinettsbeschluss im Mai 2024, mit dem Ende der Wahlperiode der Diskontinuität verfallen; Frühstart-Rente: Regierungsentwurf vom 12. August 2026, zum Redaktionsschluss noch nicht in Kraft.

³¹ Harvard University (2025), Financial Report FY 2025; Princeton University (2025). Zur Wirtschaftslogik der Endowments Hansmann (1990) und Tobin (1974).

³² Yale University (2021), Nachruf vom Mai 2021: Endowment 1985 1,3 Milliarden, 2021 über 31 Milliarden US-Dollar; 13,1 Prozent pro Jahr bis 30. Juni 2020; Grundlagenwerk Swensen (2009).

Stipendien und Studienbeihilfen floss; die Stiftungen tragen damit gut 15 Prozent der Betriebsbudgets ihrer Hochschulen. Tabelle 6 zeigt die Spitzengruppe. Auffällig ist die Verdichtung an der Spitze: Allein die sieben dort genannten Stiftungen vereinen rund 280 Milliarden US-Dollar — knapp dreißig Prozent des Vermögens aller 657 Einrichtungen.³³

Tabelle 6: Die größten US-Universitätsstiftungen im Fiskaljahr 2025

Universität	Vermögen, Mrd. USD	Rendite FJ 2025	Rendite 10 Jahre p. a.
Harvard	56,9	11,9 %	—
University of Texas System (UTIMCO)	49,4	—	—
Yale	44,1	11,1 %	9,4 %
Stanford	40,8	14,3 %*	9,4 %*
Princeton	36,4	11,0 %	9,0 %
MIT	27,4	14,8 %*	—
Pennsylvania	24,8	12,2 %	—
Durchschnitt aller 657 Stiftungen	1,4**	10,9 %	7,7 %

Quelle: Mitteilungen der Universitäten (Oktober/November 2025); NACUBO und Commonfund (2026); eigene Zusammenstellung.

Notes: * Rendite des jeweiligen Anlagepools (Stanford Merged Pool, MIT Pool A). ** Rechnerischer Mittelwert (944,3 Mrd. USD / 657); der Median liegt bei nur 253,6 Mio. USD. Texas: einschließlich Texas A&M; dahinter steht mit dem Permanent University Fund (40,3 Mrd. USD) Erlös aus staatlichem Öl- und Weideland.

5.3 Wie das Yale-Modell funktioniert

Das Endowment-Modell beruht auf drei Überlegungen. Erstens: Wer nie verkaufen muss, kann die Prämie schwer verkäuflicher Anlagen ernten — Beteiligungskapital, Wagniskapital, Immobilien und Wald werfen gerade deshalb mehr ab, weil andere ihre Unverkäuflichkeit scheuen. Zweitens: In ineffizienten Märkten lohnt Auswahl; zwischen dem besten und dem schlechtesten Wagniskapitalfonds liegen Welten, also fließt der Aufwand in den Zugang zu den besten Verwaltern. Drittens: Klassische Anleihen sind für einen ewigen Anlagehorizont verzichtbar. Yales Zielgewichte zuletzt: 23,5 Prozent Absolute Return, 23,5 Prozent Wagniskapital, 17,5 Prozent Beteiligungskapital, 14 Prozent börsennotierte Aktien, 14 Prozent Immobilien und Rohstoffe, nur 7,5 Prozent Anleihen und Kasse — Harvard lag im Fiskaljahr 2025 mit 41 Prozent Beteiligungskapital und 31 Prozent Hedgefonds ähnlich (Abbildung 2 in Kapitel 7).³⁴

Funktioniert es? Für die Spitzengruppe eindeutig: Yale erzielte über die letzten zehn Jahre 9,4 Prozent pro Jahr — 1,4 Prozentpunkte mehr als der Median der Hochschulen und 2,2 Prozentpunkte mehr als ein 70/30-Depot; über die Swensen-Ära waren die Abstände noch größer. Die Forschung dämpft freilich die Verallgemeinerung: Lerner,

³³ NACUBO und Commonfund (2026), Studie zum Fiskaljahr 2025; Konzentration: eigene Berechnung aus den Einzelwerten der Tabelle 6 (279,8 von 944,3 Milliarden US-Dollar).

³⁴ Yale University (2020), Zielallokation für das Fiskaljahr 2021 (jüngste veröffentlichte); Harvard University (2025); Swensen (2009).

Schoar und Wongsunwai (2007) zeigten, dass gerade die Stiftungen der Eliteuniversitäten die besten Beteiligungsfonds erwischten — ihr Zugang ist Teil der Rendite und nicht kopierbar. Barber und Wang (2013) führen das Alpha der Spitzengruppe fast zur Gänze auf ebendiese Übergewichtung zurück; das durchschnittliche Endowment schlug eine einfache Aktien-Anleihen-Mischung nicht. Und Dahiya und Yermack (2021) finden für die Breite der amerikanischen Stiftungsfonds sogar deutliche Rückstände gegenüber simplen Mischdepots.³⁵

Das Fiskaljahr 2025 lieferte dazu die passende Pointe: Im Durchschnitt schnitten die kleinen Stiftungen mit ihren einfachen, aktienlastigen Depots besser ab als die großen mit ihren Alternativen — der Weltaktienindex MSCI ACWI legte in der Periode 16,2 Prozent zu, und wer schlicht börsennotiert investiert war, nahm davon am meisten mit. Über lange Zeiträume bleibt die Spitzengruppe vorn; aber der Abstand zwischen Yale und einem disziplinierten Indexdepot ist kleiner, als die Legende nahelegt — und er setzt Zugänge voraus, die Privatanleger nicht haben. Swensen selbst hat daraus die Konsequenz gezogen und Privatanlegern in seinem zweiten Buch ausdrücklich nicht sein Berufsmodell empfohlen, sondern breit gestreute, kostengünstige Indexfonds mit regelmäßigem Rebalancing.³⁶

5.4 Die Grenzen: Liquidität und Steuer

Die Grenzen des Modells zeigen sich, wenn Geld gebraucht wird. In der Finanzkrise verlor Harvards Endowment im Fiskaljahr 2009 27,3 Prozent — von 36,9 auf 26,0 Milliarden US-Dollar —, und weil zugleich Kapitalzusagen an Beteiligungsfonds fällig wurden, musste die reichste Universität der Welt im Dezember 2008 Anleihen über 2,5 Milliarden US-Dollar begeben und Beteiligungsanteile zu rund 45 Prozent des Buchwerts verkaufen. Die Lehre — schwer verkäufliche Anlagen brauchen einen Liquiditätspuffer — ist seither Standard, wurde 2025 aber erneut geprüft: Yale verkaufte Beteiligungsanteile über 2,5 Milliarden US-Dollar mit einem Abschlag von knapp zehn Prozent auf den Buchwert — einer der größten Zweitmarktverkäufe einer Universität überhaupt; auch Harvard trennte sich von Anteilen im Milliardenwert. Yale selbst begründete den Schritt mit dem laufenden Portfoliomanagement; die Finanzpresse stellte den Zusammenhang mit gekürzten Bundesmitteln und der neuen Stiftungssteuer her.³⁷

Die zweite Grenze ist politisch. Seit 2018 zahlten die reichsten Privatuniversitäten 1,4 Prozent Steuer auf ihre Anlageerträge; das Gesetzespaket vom Juli 2025 hat daraus eine Stufensteuer gemacht: 1,4 Prozent ab 500.000 US-Dollar Stiftungsvermögen je

³⁵ Yale University (2025); Lerner, Schoar und Wongsunwai (2007); Barber und Wang (2013); Dahiya und Yermack (2021).

³⁶ NACUBO und Commonfund (2026); Swensen (2005).

³⁷ Harvard: Fiskaljahr 2009 und Anleihen Dezember 2008 nach Universitätsangaben; Verkäufe Anfang 2009 mit realisiertem Verlust von 439 Millionen US-Dollar. Yale-Zweitmarktverkauf 2025: rund 2,5 Milliarden US-Dollar, Abschlag unter zehn Prozent; vgl. zur Liquiditätsfrage Rupprechter (2026a).

Studierendem, 4 Prozent ab 750.000 und 8 Prozent ab 2 Millionen — wirksam ab den Steuerjahren nach 2025. Harvard, Yale, Stanford, Princeton und MIT fallen in die höchste Stufe; Harvard rechnet mit einer Belastung in der Größenordnung von 300 Millionen US-Dollar im Jahr. Für die Anlagepolitik heißt das: mehr laufende Liquidität, steuerbewusstere Realisierung von Gewinnen — und ein Ausschüttungsmodell, das erstmals mit einem staatlichen Mitesser rechnen muss. Stiftungsvermögen sind eben auch Rechtsgebilde: Ihr größtes Einzelrisiko war 2025 nicht der Markt, sondern der Gesetzgeber.³⁸

5.5 Europa: Oxford, Cambridge und der Rest

Europas Universitäten sind überwiegend staatlich finanziert; nennenswerte Stiftungsvermögen im amerikanischen Sinn haben vor allem die alten englischen Universitäten. Oxford verwaltet auf Universitätsebene 4,2 Milliarden Pfund, verwaltet durch die Tochter Oxford University Endowment Management; dazu kommen 5,06 Milliarden Pfund in den rechtlich selbständigen Colleges — zusammen also gut neun Milliarden Pfund. Die Ausschüttungsregel ist ein Lehrstück der Glättung: entnommen werden 4,25 Prozent des durchschnittlichen Fondswerts der letzten zwanzig Quartale, Ziel ist ein realer Wertzuwachs von fünf Prozent pro Jahr. In Cambridge wiederholt sich das Muster einschließlich der Besonderheit, dass einzelne Colleges — allen voran das Trinity College — reicher sind als manche Universität. Im deutschsprachigen Raum bleiben Universitätsstiftungen dagegen klein; die Kapitalanlage über Generationen findet hier, wie Kapitel 3 zeigte, traditionell in Kirche und Kloster statt — und neuerdings im KENFO.³⁹

³⁸ One Big Beautiful Bill Act, Public Law 119-21 vom 4. Juli 2025, Änderung von § 4968 Internal Revenue Code: Stufen 1,4 / 4 / 8 Prozent nach Stiftungsvermögen je Studierendem, anwendbar ab Instituten mit mindestens 3.000 zählenden Studierenden; Harvard University (2025).

³⁹ University of Oxford (2026); Colleges: 5,06 Milliarden Pfund nach Universitätsangaben. Keynes' King's College war das frühe Cambridge-Beispiel (Abschnitt 3.1).

6 Mandate und Beauty Contests: Wie institutionelles Geld vergeben wird

6.1 Der Weg eines Mandats

Kirchen, Staatsfonds und Stiftungen verwalten selten alles selbst. Der übliche Weg: Das Anlagegremium legt in einer schriftlichen Anlagerichtlinie fest, welche Anlageklasse mit welchem Auftrag extern vergeben wird — etwa „europäische Nebenwerte, aktiv, gegen den Vergleichsindex, unter Beachtung unserer Ausschlussliste“ —, und schreibt das Mandat aus. Auf die Ausschreibung folgt die Trichterung: Aus Datenbanken und Marktkennntnis entsteht eine lange Liste infrage kommender Verwalter, die über standardisierte Fragebögen zu Prozess, Team, Risikosteuerung und Kosten auf eine kurze Liste reduziert wird; es folgen Prüfungen vor Ort. Am Ende steht die Endrunde vor dem Anlageausschuss, in der die letzten zwei bis vier Häuser persönlich vortragen — der Beauty Contest, wie die Branche sie nennt. Öffentliche Einrichtungen wie der KENFO sind dabei an das Vergaberecht gebunden; private wie Stiftungen und Diözesen folgen demselben Ablauf freiwillig, oft begleitet von spezialisierten Beratungshäusern.⁴⁰

Für die Größenordnungen genügt ein Blick nach Oslo und Berlin: Norwegens Fonds hatte Ende 2025 111 externe Mandate bei 103 Verwaltern über zusammen 1.062 Milliarden Kronen — fünf Prozent des Fonds — im Bestand; allein 2025 wurden vierzehn Mandate neu vergeben und siebzehn beendet. Der KENFO vergibt praktisch seine gesamte Verwaltung über öffentliche Ausschreibungen an externe Häuser. Auch die Bistümer legen ihre Wertpapiervermögen, wie in Abschnitt 3.3 gezeigt, über Spezialfonds mit beauftragten Verwaltern an. Wer ein solches Mandat gewinnt, verdient über Jahre Gebühren auf Milliardenbestände — entsprechend hart ist der Wettbewerb, und entsprechend professionell hat die Auswahlseite zu sein.⁴¹

6.2 Was die Forschung über die Auswahl weiß

Die unbequeme Wahrheit der Mandatsvergabe haben Goyal und Wahal (2008) dokumentiert: Amerikanische Pensionswerke und Stiftungen beauftragten über ein Jahrzehnt hinweg vor allem Verwalter, die in den drei Jahren zuvor zweistellige kumulierte Überrenditen vorweisen konnten — bei US-Aktienmandaten rund zwölf Prozent. Nach der Beauftragung war die Überrendite statistisch nicht mehr von null zu unterscheiden, und die zuvor entlassenen Verwalter schnitten anschließend nicht schlechter ab als ihre Nachfolger. Auch die Empfehlungen der großen Investmentberater,

⁴⁰ Der Begriff hat in der Ökonomie einen doppelten Boden: Schon Keynes (1936, Kapitel 12) verglich die Börse mit einem Zeitungs-Schönheitswettbewerb, bei dem nicht das schönste Gesicht gewinnt, sondern das, das die meisten für das schönste halten.

⁴¹ NBIM (2026a); KENFO (2026).

die solche Auswahlverfahren begleiten, sagen künftige Ergebnisse nicht voraus, lenken aber erhebliche Mittelströme (Jenkinson, Jones und Martinez, 2016). Vergangene Wertentwicklung ist eben genau das: vergangen. Wer nach ihr auswählt, kauft systematisch nach dem besten Abschnitt und verkauft nach dem schlechtesten.⁴²

Die besten Häuser haben daraus Konsequenzen gezogen. Norwegens Verwalter erklärt ausdrücklich, externe Mandate nicht vorrangig nach Erfolgsbilanzen zu vergeben, sondern nach der Prüfung der tatsächlichen Portfolios und Entscheidungsprozesse — einschließlich mehrtägiger Besuche vor Ort —, und beschränkt die Vergabe auf Felder, in denen Spezialwissen belegbar Mehrwert schafft: lokale Verwalter in Schwellenländern und Spezialisten für Nebenwerte. Das Ergebnis kann sich sehen lassen: Seit 1998 schlugen die externen Mandate ihren Markt in 25 von 28 Jahren nach Kosten, im Schnitt um 1,7 Prozentpunkte pro Jahr. Die Lehre ist nicht, dass aktive Auswahl unmöglich wäre — sondern dass sie dort stattfinden muss, wo Märkte eng sind, und mit einem Verfahren, das den Prozess statt der Vergangenheit prüft.⁴³

6.3 Was private Anleger daraus mitnehmen

Privatanleger vergeben keine Mandate — aber sie treffen dieselbe Entscheidung, wenn sie einen Fonds, einen Vermögensverwalter oder einen Berater wählen. Aus der institutionellen Praxis ergeben sich vier Regeln. Erstens: Auswahl nach Verfahren, nicht nach Bauchgefühl — wer schriftlich festhält, was der Verwalter können muss und was er kosten darf, vergleicht besser als mit Ranglisten. Zweitens: Der Prozess schlägt die Erfolgsbilanz; drei gute Jahre sind kein Können, ein nachvollziehbarer, wiederholbarer Anlageprozess schon eher. Drittens: Kosten sind verhandelbar und vergleichbar — Institutionen drücken jeden Basispunkt, Privatanleger nehmen Ausgabeaufschläge hin, die es institutionell nirgends gäbe. Viertens: Wechselkosten ernst nehmen; das ständige Feuern und Neubeauftragen nach Wertentwicklung ist nach allen vorliegenden Daten ein Verlustgeschäft — auch im Privatdepot.

7 Der gemeinsame Kern: extrem breit, extrem lang

7.1 Streuung als Ausgangspunkt

Legt man die Depots der drei Gruppen nebeneinander, erscheinen sie zunächst grundverschieden — Norwegen fast nur börsennotiert, Yale und Harvard überwiegend in Beteiligungen und Hedgefonds, die Kirchen mit Immobiliensockel. Abbildung 2 zeigt die

⁴² Goyal und Wahal (2008): rund 3.400 Mandatsentscheidungen 1994-2003; kumulierte Dreijahresüberrendite vor der Beauftragung 12,0 Prozent bei US-Aktienmandaten und 15,5 Prozent bei internationalen Mandaten; Jenkinson, Jones und Martinez (2016).

⁴³ NBIM (2026d), External Mandates: 1.062 Milliarden Kronen bei 103 Verwaltern per Ende 2025; kumulierter Mehrertrag 93 Milliarden Kronen.

Allokationen im Vergleich. Der zweite Blick findet die Gemeinsamkeit: Keiner der Großen setzt auf wenige Titel, Branchen oder Länder. Norwegen hält 7.200 Unternehmen, Harvard streut über sieben Anlageklassen, der KENFO über Aktien, Anleihen und illiquide Anlagen weltweit; selbst das konzentrierteste Haus dieser Arbeit — Temasek — verteilt sein Vermögen über Dutzende Beteiligungen auf drei Erdteilen. Markowitz' alte Einsicht, dass Streuung der einzige kostenlose Vorteil der Kapitalanlage ist, wird hier mit Milliarden praktiziert: Einzelrisiken werden gehalten, aber nie geballt.⁴⁴

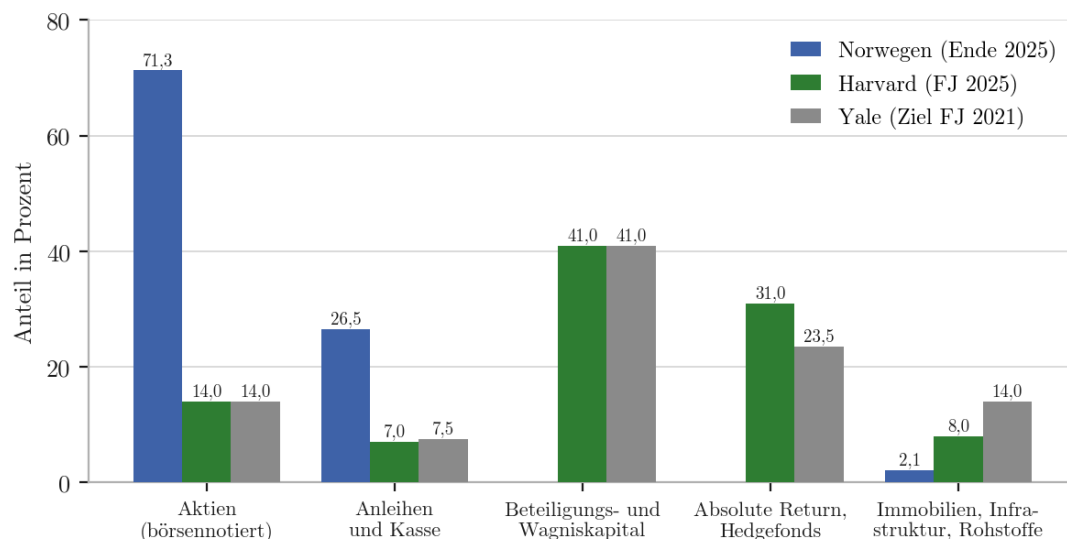


Abbildung 2: Vermögensaufteilung dreier Großanleger im Vergleich, in Prozent des Portfolios. Quelle: NBIM (2026a) per Ende 2025; Harvard University (2025) per 30. Juni 2025; Yale University (2020), Zielwerte; eigene Darstellung. Die Harvard-Werte summieren sich rundungsbedingt auf 101 Prozent.

Hinter der Breite steht kein Übermut, sondern Demut: Die größten Anleger der Welt beanspruchen nicht zu wissen, welches Land, welche Branche oder welcher Titel gewinnen wird — sie kaufen alle und lassen die Gewichte die Arbeit machen. Norwegens Fonds hat diese Demut institutionalisiert, nachdem die Untersuchung von Ang, Goetzmann und Schaefer (2009) gezeigt hatte, dass der aktive Beitrag zur Rendite verschwindend war; Sharpe (1991) hatte den Grund schon vorher aufgeschrieben: Vor Kosten ist der Durchschnitt aller aktiven Anleger der Markt, nach Kosten liegt er darunter. Die Konsequenz gilt für jedes Vermögen jeder Größe — wer streut, muss weniger wissen, und wer weniger wissen muss, macht weniger teure Fehler.⁴⁵

7.2 Anlagehorizont und Entnahmeregeln

Der zweite gemeinsame Zug ist die Verbindung aus langem Anlagehorizont und fester Entnahmeregeln. Der Anlagehorizont erlaubt hohe Aktien- und Beteiligungsquoten:

⁴⁴ Markowitz (1952); Allokationen: NBIM (2026a), Harvard University (2025), Yale University (2020), KENFO (2026).

⁴⁵ Ang, Goetzmann und Schaefer (2009); Sharpe (1991).

Norwegen hielt seine 70 Prozent Aktien durch das Verlustjahr 2022, die Stiftungen halten 86 Prozent Aktien und aktienähnliche Anlagen — Schwankung ist für diese Anleger kein Risiko, sondern der Preis der Rendite; das eigentliche Risiko wäre, die Aufgabe real nicht mehr finanzieren zu können. Die Entnahmeregeln wiederum macht den Anlagehorizont glaubwürdig: Wer sich bindet, jährlich nur drei bis fünf Prozent zu entnehmen — geglättet über mehrere Jahre —, kann gar nicht gezwungen sein, im Tief zu verkaufen. Tabelle 7 stellt die Regeln nebeneinander; ihre Spannweite ist klein, ihr Prinzip identisch: Entnommen wird, was das Vermögen dauerhaft hergibt, nicht was der Haushalt gerade braucht.⁴⁶

Tabelle 7: Entnahme- und Ausschüttungsregeln im Vergleich

Anleger	Regel	Zweck
Norwegen (Staat)	Entnahme rund 3 % — der erwartete reale Ertrag (Handlungsregel)	Haushalt ohne Kapitalverzehr
Yale	5,25 % Zielrate, geglättet: 80 % Vorjahresbetrag + 20 % Zielrate	Planbare Ausschüttung
Oxford (OUem)	4,25 % des Durchschnittswerts der letzten 20 Quartale	Glättung über den Zyklus
US-Stiftungen gesamt	effektiv 4,9 % im Fiskaljahr 2025 (Richtwerte im Schnitt 4,6 %)	Betrieb und Stipendien
Church Commissioners	Ausschüttungszusagen je Dreijahresperiode; Ziel: Teuerung plus vier Prozentpunkte	Verlässlichkeit für die Kirche

Quelle: Finanzministerium Norwegen; Yale University (2025); University of Oxford (2026); NACUBO und Commonfund (2026); Church Commissioners (2026); eigene Zusammenstellung.

Notes: Alle Regeln beziehen sich auf den Vermögenswert, nicht auf die laufenden Erträge; Kursgewinne sind ausdrücklich Teil der entnehmbaren Rendite.

Wie stark Anlagehorizont und Regel zusammen wirken, zeigt die einfachste aller Rechnungen: Ein Vermögen, das real fünf Prozent erzielt und aus dem drei Prozent entnommen werden, wächst real weiter — es finanziert seine Aufgabe ewig und wird dabei größer. Dieselbe Rechnung erklärt, warum Norwegens Fonds trotz jährlicher Finanzierung des Staatshaushalts auf über 21.000 Milliarden Kronen anwachsen konnte und warum Yales Stiftung in einem Jahrzehnt 15,3 Milliarden US-Dollar ausschüttete — 60 Prozent ihres Anfangswerts — und dennoch wuchs. Privatvermögen unterscheiden sich davon nur im Maßstab: Auch ein Ruhestandsdepot ist ein kleines Endowment mit einer Aufgabe, einem Anlagehorizont und einer Entnahmeregeln — gedacht wird es nur selten so.⁴⁷

⁴⁶ NACUBO und Commonfund (2026): 86 Prozent „equity and equity-like“ einschließlich Hedgefonds; Brown, Dimmock, Kang und Weisbenner (2014) zeigen freilich, dass Universitäten nach Kursstürzen oft stärker kürzen, als ihre Regeln verlangen — Regeltreue ist auch institutionell keine Selbstverständlichkeit.

⁴⁷ Yale University (2025): 15,3 Milliarden US-Dollar Ausschüttungen im Jahrzehnt bis 2025.

8 Zehn Lehren für private Anleger

Was lässt sich übertragen? Nicht die Größe, nicht der Zugang zu den besten Beteiligungsfonds, nicht der Einkaufspreis von vier Basispunkten. Wohl aber die Grundsätze — sie kosten nichts und sind, wie die vorstehenden Kapitel zeigen, der eigentliche Kern des institutionellen Erfolgs. Tabelle 8 fasst sie zusammen; die Absätze danach führen sie aus.

Tabelle 8: Zehn Lehren der großen Langfristanleger für das Privatdepot

Lehre	Institutionelles Vorbild
1. Anlagekonzept schriftlich festlegen	Anlagerichtlinien aller großen Häuser
2. Anlagehorizont vor Produktwahl klären	Norwegen: Geld für Generationen
3. Extrem breit streuen — Titel, Länder, Klassen	NBIM: 7.200 Unternehmen; Markowitz (1952)
4. Kosten wie ein Institutioneller behandeln	NBIM: 0,04 % Verwaltungskosten p. a.
5. Feste Entnahmeregeln statt Bedarfsentnahme	Handlungsregel 3 %; Yale 5,25 % geglättet
6. Regelgebunden zurücksetzen (Rebalancing)	Norwegens Bandbreiten; Swensen (2005)
7. Illiquides nur mit Reserve und Abschlagsbewusstsein	Harvard 2008/09; Yale-Zweitmarktverkauf 2025
8. In der Baisse Käufer bleiben	Norwegen 2008/09 als Großkäufer
9. Verwalter nach Prozess wählen, nicht nach drei guten Jahren	NBIM-Mandatsvergabe; Goyal und Wahal (2008)
10. Ethik als bewusste, breite Auswahl	Kirchliche Richtlinien; Hoepner und Schopohl (2018)

Quelle: Eigene Zusammenstellung aus den Kapiteln 3 bis 7.

Zum Konzept (Lehren 1 und 2): Jede hier untersuchte Einrichtung besitzt eine schriftliche Anlagerichtlinie, die Zweck, Anlagehorizont, Anlageklassen, Bandbreiten und Ausschlüsse festlegt, bevor über ein einzelnes Produkt gesprochen wird. Ein Privatanleger braucht dafür eine Seite: Wozu dient das Geld, wann wird es gebraucht, welche Schwankung ist tragbar, was wird nie gekauft. Der Gewinn liegt weniger im Papier als in der Reihenfolge — erst die Aufgabe, dann die Bestimmung des Anlagehorizonts, dann die Anlagen. Wer den Anlagehorizont ehrlich bestimmt, stellt meist fest, dass er länger ist als gedacht: Ein Fünfzigjähriger legt für eine Ruhestandsphase an, die bis in die 2060er Jahre reicht — das ist näher am Anlagehorizont einer Stiftung als an dem eines Sparbuchs.

Zur Umsetzung (Lehren 3, 4 und 6): Die Streuung der Großen ist heute für jedermann kaufbar — ein weltweiter Aktienindexfonds hält Tausende Unternehmen und kostet wenige Basispunkte, dazu eine Anleihen- oder Geldmarktquote nach Risikotoleranz; Weltaktien erzielten seit 1900 real rund fünf Prozent pro Jahr, der Weltindex von MSCI seit Ende 1987 rund neun Prozent nominal. Wichtig ist die norwegische Ergänzung: feste Bandbreiten und regelgebundenes Zurücksetzen. Wer die Aktienquote nach einem starken Jahr auf das Zielgewicht zurückstutzt und nach einem schwachen auffüllt, verkauft automatisch teuer und kauft billig — ohne Prognose, ohne Heldentum. Genau das

empfahl Swensen Privatanlegern: breite, kostengünstige Indexfonds und diszipliniertes Rebalancing — ausdrücklich nicht die Nachahmung seines Yale-Depots.⁴⁸

Zur Entnahme (Lehre 5): Die wichtigste Übertragung gilt der Ruhestandsphase. Institutionen entnehmen drei bis fünf Prozent — geglättet —, weil diese Spanne ein Vermögen nach aller historischen Erfahrung real erhält. Ein Privatvermögen, aus dem jährlich vier Prozent des geglätteten Werts entnommen werden, ist praktisch ein kleines Endowment; eine Bedarfsentnahme nach Kassenlage dagegen — viel in guten Jahren, Verkäufe im Tief — ist das Gegenteil und der häufigste Weg, ein Vermögen doch noch aufzubrauchen. Wer vererben will, führt die Regel am besten gleich zweistufig ein: Entnahme für den eigenen Bedarf, Rest wächst für die nächste Generation — das ist wörtlich das norwegische Modell im Haushaltsformat.⁴⁹

Zu Illiquidität und Krise (Lehren 7 und 8): Die Illiquiditätsprämie ist real, aber sie wird nur dem ausgezahlt, der nie zum Verkauf gezwungen ist — Harvard verkaufte 2009 zu 45 Prozent des Buchwerts, Yale 2025 mit Abschlag trotz Rekordvermögen. Für Privatanleger heißt das: Beteiligungen, geschlossene Fonds, Vorsorgewohnungen und andere schwer verkäufliche Anlagen nur aus Mitteln, die nachweislich jahrzehntelang entbehrlich sind, und stets mit einer liquiden Reserve daneben. Die Krise selbst ist dann keine Gefahr, sondern die Ernte des Geduldigen: Norwegens Fonds kaufte zwischen Mitte 2007 und Anfang 2009 regelgebunden Aktien für netto mehr als tausend Milliarden Kronen — den größeren Teil davon, während die Kurse fielen; nicht aus Mut, sondern weil die Umstellung der Aktienquote und die Bandbreiten es verlangten. Ein Privatanleger mit Sparplan und Rebalancing-Regel tut in der Baisse automatisch dasselbe.⁵⁰

Zur Auswahl und zur Ethik (Lehren 9 und 10): Wer Verwalter, Fonds oder Berater wählt, übernimmt die institutionelle Frage: Ist der Prozess nachvollziehbar, wiederholbar, kostengünstig — oder werden drei gute Jahre verkauft? Und wer ethisch anlegen will, kann sich an den ältesten Nachhaltigkeitsanlegern orientieren: klare Ausschlüsse, breite Reststreuung, keine Wunderversprechen. Die Erfahrung der Kirchen und Norwegens zeigt, dass wohlüberlegte Ausschlüsse wenig Rendite kosten; die Grenze verläuft dort, wo die Auswahl so eng wird, dass die Streuung leidet. Gewissensfragen gehören ins Anlagekonzept — wie bei den Kirchen: aufgeschrieben, begründet, überprüfbar.⁵¹

⁴⁸ Dimson, Marsh und Staunton (2026); MSCI-Factsheet per 31. Juli 2026 (9,0 Prozent pro Jahr seit Ende 1987, brutto in US-Dollar); Swensen (2005).

⁴⁹ Zur Vermögensweitergabe zwischen den Generationen ausführlich Rupprechter (2026c).

⁵⁰ NBIM beziffert die Nettokäufe der Umstellungsphase auf 1.010 Milliarden Kronen; vgl. Rupprechter (2026a) zu Teilengagements, Reserve und dem Kauf in Schwächephase mit Abschlag.

⁵¹ Hoepner und Schopohl (2018); zur Auswahlfrage Goyal und Wahal (2008) sowie Jenkinson, Jones und Martinez (2016).

9 Fazit

Kirchen, Staatsfonds und Universitätsstiftungen trennen Auftrag, Herkunft und Rechtsform — und verbindet die Anlageaufgabe: ein Vermögen so zu führen, dass es seine Aufgabe über Generationen real erfüllt. Ihre Antworten ähneln einander mehr, als die Etiketten vermuten lassen: extrem breite Streuung, unerschütterlicher Anlagehorizont, feste Entnahmeregeln, niedrige oder zumindest hart verhandelte Kosten, schriftliche Richtlinien, geordnete Auswahl der Verwalter. Wo sie sich unterscheiden — Norwegens Indexnähe gegen Yales Beteiligungswucht, die Immobilie der Kirche gegen das Wertpapier des Fonds —, zeigt der Vergleich keinen Sieger, wohl aber eine Bedingung: Das Yale-Modell setzt Zugänge und Stäbe voraus, die außerhalb der Spitzengruppe niemand hat; das norwegische Modell setzt nichts voraus außer Disziplin.

Drei Erkenntnisse dieser Arbeit erscheinen am dauerhaftesten. Erstens: Die Anlagegeschichte wird von den Geduldigen geschrieben — der größte Fonds der Welt entstand in dreißig Jahren aus Regelbindung, nicht aus Genialität. Zweitens: Der lange Anlagehorizont ist der einzige institutionelle Vorteil, der sich vollständig privatisieren lässt; Streuung und Kostendisziplin sind seine kaufbaren Geschwister. Drittens: Auch die Großen scheitern, wo sie ihre eigenen Regeln verlassen — in der Liquiditätsnot, im Kauf nach Erfolgsbilanz, im Vermögen ohne Rechenschaft. Der private Anleger, der sein Depot wie ein kleines Endowment führt — mit Aufgabe, Anlagehorizont, Regel und Bericht an sich selbst —, hat von den Milliardenverwaltern das Beste bereits übernommen. Geld für Generationen ist keine Frage der Größe. Es ist eine Frage der Haltung.

Literaturverzeichnis

Vorbemerkung: Presse- und Datenmitteilungen einzelner Einrichtungen (etwa der Universitäten Stanford, Princeton und MIT vom Oktober/November 2025, der Deutschen Bischofskonferenz und der EKD zur Kirchensteuer 2025 sowie Index- und Kursangaben) sind in den Fußnoten und Quellenzeilen der Tabellen nachgewiesen und werden hier nicht einzeln wiederholt.

ADIA (2025). 2024 Review. Abu Dhabi: Abu Dhabi Investment Authority.

Ang, A., Goetzmann, W.N., Schaefer, S.M. (2009). Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund — Global. Report to the Norwegian Ministry of Finance, Oslo.

APSA (2025). Jahresbericht 2024. Vatikanstadt: Amministrazione del Patrimonio della Sede Apostolica.

Barber, B.M., Wang, G. (2013). Do (some) university endowments earn alpha? Financial Analysts Journal, 69(5), 26-44.

Brown, J.R., Dimmock, S.G., Kang, J.-K., Weisbenner, S.J. (2014). How university endowments respond to financial market shocks: Evidence and implications. American Economic Review, 104(3), 931-962.

Chambers, D., Dimson, E. (2013). Retrospectives: John Maynard Keynes, investment innovator. Journal of Economic Perspectives, 27(3), 213-228.

Chambers, D., Dimson, E., Ilmanen, A. (2012). The Norway model. Journal of Portfolio Management, 38(2), 67-81.

Church Commissioners (2026). The Church Commissioners for England: Annual Report 2025. London: Church Commissioners for England.

Dahiya, S., Yermack, D. (2021). Investment returns and distribution policies of non-profit endowment funds. NBER Working Paper 25323 (überarbeitete Fassung). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Deutsche Bischofskonferenz, Zentralkomitee der deutschen Katholiken (ZdK) (2021). Ethisch-nachhaltig investieren. Eine Orientierungshilfe für Finanzverantwortliche katholischer Einrichtungen in Deutschland. 2., aktualisierte Auflage. Bonn: Sekretariat der Deutschen Bischofskonferenz.

Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M. (2026). UBS Global Investment Returns Yearbook 2026. Zürich: UBS.

Erzbistum Köln (2025). Finanzbericht 2024. Köln: Erzbistum Köln.

Erzbistum Paderborn (2025). Finanzbericht 2024. Paderborn: Erzbistum Paderborn.

Erzdiözese München und Freising (2026). Finanzbericht 2025. München: Erzdiözese München und Freising.

GIC (2025). Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2024/25. Singapur: GIC Private Limited.

- Global SWF (2026). 2026 Annual Report: State-Owned Investors. New York: Global SWF.
- Goyal, A., Wahal, S. (2008). The selection and termination of investment management firms by plan sponsors. *Journal of Finance*, 63(4), 1805-1847.
- Hansmann, H. (1990). Why do universities have endowments? *Journal of Legal Studies*, 19(1), 3-42.
- Harvard University (2025). Financial Report Fiscal Year 2025 (einschließlich des Berichts der Harvard Management Company). Cambridge, MA: Harvard University.
- Hoepner, A.G.F., Schopohl, L. (2018). On the price of morals in markets: An empirical study of the Swedish AP-funds and the Norwegian Government Pension Fund. *Journal of Business Ethics*, 151(3), 665-692.
- IOR (2026). Annual Report 2025. Vatikanstadt: Istituto per le Opere di Religione.
- IWG-SWF (2008). Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices — Santiago Principles. International Working Group of Sovereign Wealth Funds.
- Jenkinson, T., Jones, H., Martinez, J.V. (2016). Picking winners? Investment consultants' recommendations of fund managers. *Journal of Finance*, 71(5), 2333-2370.
- Katholische Kirche Österreich (2025). Budget und Gebarung der Diözesen 2024. Wien: Österreichische Bischofskonferenz.
- KENFO (2026). Zahlen und Fakten zum 31. Dezember 2025. Berlin: Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Kreander, N., McPhail, K., Molyneaux, D. (2004). God's fund managers: A critical study of stock market investment practices of the Church of England and UK Methodists. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 17(3), 408-441.
- Lerner, J., Schoar, A., Wongsunwai, W. (2007). Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle. *Journal of Finance*, 62(2), 731-764.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Meggison, W.L., Fotak, V. (2015). Rise of the fiduciary state: A survey of sovereign wealth fund research. *Journal of Economic Surveys*, 29(4), 733-778.
- NACUBO, Commonfund (2026). 2025 NACUBO-Commonfund Study of Endowments. Washington, D.C.: National Association of College and University Business Officers.
- NBIM (2026a). Government Pension Fund Global: Annual Report 2025. Oslo: Norges Bank Investment Management.
- NBIM (2026b). Government Pension Fund Global: Responsible Investment 2025. Oslo: Norges Bank Investment Management.
- NBIM (2026c). The Fund's Market Value sowie historische Jahresendwerte aus den Jahresberichten 1996-2019 (abgerufen im August 2026). Oslo: Norges Bank Investment Management.

- NBIM (2026d). External Mandates (abgerufen im August 2026). Oslo: Norges Bank Investment Management.
- Päpstliche Akademie der Sozialwissenschaften (2022). Mensuram Bonam. Faith-Based Measures for Catholic Investors. Vatikanstadt: Pontificia Academia Scientiarum Socialium.
- Princeton University (2025). Princeton endowment earns 11 percent return. Princeton, NJ: Princeton University.
- Rupprechter, R. (2026a). Liquidität als Überlebensbedingung: Der Zusammenbruch der Signa-Gruppe sowie investorenseitige Lehren für das Engagement in illiquiden Anlageklassen. Working Paper, R&B Wealth Management.
- Rupprechter, R. (2026b). Wieviel Grün darf es sein? Grüne Geldanlagen zwischen Regulierung, Rendite und Wirkung. Working Paper, R&B Wealth Management.
- Rupprechter, R. (2026c). Wealth Management 2035: Wie Vererber und Erben den bestmöglichen Ertrag aus der Vermögensweitergabe erzielen. Working Paper, R&B Wealth Management.
- SEC (2023). Pressemitteilung 2023-35 vom 21. Februar 2023 (Vergleich mit der Kirche Jesu Christi der Heiligen der Letzten Tage und Ensign Peak Advisers). Washington, D.C.: U.S. Securities and Exchange Commission.
- Sharpe, W.F. (1991). The arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal*, 47(1), 7-9.
- Swensen, D.F. (2005). *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment*. New York: Free Press.
- Swensen, D.F. (2009). *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment*. Überarbeitete Auflage. New York: Free Press.
- Temasek (2026). *Temasek Review 2026*. Singapur: Temasek Holdings.
- Tobin, J. (1974). What is permanent endowment income? *American Economic Review*, 64(2), 427-432.
- Trinity Church Wall Street (2025). *Trinity's Historic Endowment*. New York: Trinity Church Wall Street.
- University of Oxford (2026). *Our Endowment* (abgerufen im August 2026). Oxford: University of Oxford.
- Wespath (2026). *Who We Are* (Stand 31. Dezember 2025). Glenview, IL: Wespath Benefits and Investments.
- Yale University (2020). Investment return of 6.8% brings Yale endowment value to \$31.2 billion. New Haven, CT: Yale University.
- Yale University (2021). Yale's David Swensen dies at 67 (In Memoriam, Mai 2021). New Haven, CT: Yale University.
- Yale University (2025). Yale reports investment return for fiscal 2025. New Haven, CT: Yale University.

Disclaimer

Alle Zahlen-, Termin- und Rechtsangaben dieser Arbeit beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen — Geschäfts- und Finanzberichten der genannten Einrichtungen, Veröffentlichungen von Behörden und Aufsichtsstellen, Branchenstatistiken sowie der zitierten wissenschaftlichen Literatur —, die der Autor als seriös einstuft. Eine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität wird nicht übernommen; Zahlenangaben sind Zirka-Werte mit dem jeweils genannten Datenstand (in der Regel Ende 2025 bis August 2026), Währungsumrechnungen sind gerundete eigene Berechnungen, und Rechtsangaben — etwa zur US-Stiftungssteuer — können sich durch Gesetzgebung und Rechtsprechung ändern.

Die Arbeit dient ausschließlich der allgemeinen Information und der wissenschaftlichen Diskussion. Sie stellt weder Rechts- noch Steuer- noch Anlageberatung dar, enthält keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten und ersetzt keine individuelle Beratung; die genannten Einrichtungen, Fonds und Gesellschaften dienen allein der Veranschaulichung. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Anhaltspunkt für künftige Ergebnisse; das gilt für Staatsfonds und Universitätsstiftungen nicht anders als für Privatdepots. Für Entscheidungen, die Dritte auf Grundlage dieser Arbeit treffen, wird keine Haftung übernommen.

Die Darstellung einzelner Rechtsverfahren folgt dem veröffentlichten Verfahrensstand; es gilt die Unschuldsvermutung. Hinweise auf Unrichtigkeiten nimmt der Autor dankbar entgegen und wird sie in künftigen Fassungen berücksichtigen.