

KENFO

Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung

Deutschland · Staatlicher Zweck-Fonds · Datenstichtag 31.12.2025

EUR 25,58 Mrd.

Marktwert 31.12.2025

41,1 % / 39,4 %

Aktien / Anleihen

rund 0,26 %

Kostenquote p. a. · abgeleitet

+5,90 %

Rendite p. a. 2019 bis 2025

Der KENFO ist in seiner Konstruktion stark und in seinen Ergebnissen belastbar, als Berichterstatter ist er schwach. Kurzfristig ändern lassen sich nur Transparenz und Berichterstattung.

ZUSAMMENFASSUNG

Der **KENFO** ist eine Stiftung öffentlichen Rechts, errichtet am 16. Juni 2017 durch das Entsorgungsfondsgesetz. Er erstattet dem Bund die Kosten der Zwischen- und Endlagerung radioaktiver Abfälle. Die Betreiber zahlten dafür am 3. Juli 2017 einmalig **EUR 24,148 Mrd.** ein. Bis Ende 2025 hat der Fonds **EUR 5,201 Mrd.** erstattet, 21,5 % der Einzahlung, und wies gleichzeitig Kapitalanlagen von **EUR 25,577 Mrd.** aus. Er erfüllt seinen gesetzlichen Zweck und liegt dabei über dem eingezahlten Betrag.

Die Einschränkung dieser Studie betrifft nicht das Portfolio, sondern das Berichtswerk. Der Fonds klassifiziert seine Renditen nicht nach brutto und netto, weist keine Kostenquote aus und veröffentlicht die Zielallokation nur auf seiner Website. Wer ihn von außen beurteilen will, muss selbst rechnen. Das ist der zentrale Befund: **Die Ergebnisse tragen, die Berichterstattung trägt sie nicht.**

§ 1

DREI GESETZLICHE SETZUNGEN, AUS DENEN ALLES FOLGT

Die Frage, warum ein Fonds mit EUR 25,6 Mrd. nur 14,3 % illiquide anlegt, während das Yale-Endowment über 70 % hält, lässt sich nicht mit Risikoneigung beantworten. Sie folgt aus drei Sätzen im Gesetz. Alle drei stammen aus dem Jahr 2017, und keiner wurde seither geändert.

- ▶ **Erstens · Erstattung statt Ausschüttung.** Der Fonds zahlt dem Bund, was der Bund an tatsächlich angefallenen Entsorgungskosten anfordert (§ 3 Abs. 1 *EntsorgFondsG*). Eine Ausschüttungsformel gibt es nicht. Yale schüttet nach einer Spending Rule mit Zielsatz 5,25 % aus, der norwegische GPFG nach einer Handlungsregel von rund 3 %. Beide wissen, was im nächsten Jahr abfließt. Der KENFO weiß es nicht.
- ▶ **Zweitens · Kreditverbot.** Der Fonds darf weder Kredite aufnehmen (§ 8 Abs. 3 Satz 1) noch Zuschüsse erhalten (§ 8 Abs. 3 Satz 2). Es gibt keinen externen Puffer für eine unerwartet hohe Anforderung. Jede Auszahlung muss aus dem eigenen Portfolio kommen.
- ▶ **Drittens · Abgelöste Nachschusspflicht.** Mit der vollständigen Risikoaufschlag-Zahlung am 3. Juli 2017 haben E.ON, RWE, EnBW, Vattenfall sowie die Stadtwerke München und Bielefeld ihre Nachschusspflicht endgültig abgelöst (§ 7 Abs. 3 Satz 2). Reicht das Vermögen eines Tages nicht, trägt der Bundeshaushalt die Differenz aus dem allgemeinen Steueraufkommen.

Aus diesen drei Sätzen folgt eine Anforderung, die weder Yale noch Norwegen in dieser Form kennen: **jederzeit auszahlungsfähig sein, ohne Zeitpunkt und Höhe der nächsten Anforderung zu kennen.** Die Illiquide-Zielquote von rund 30 % ist die strategische Antwort darauf. Hoch genug für sinnvolle Diversifikation über Private Equity, Infrastruktur und Private Debt, niedrig genug, um jede Anforderung des Bundes ohne Notverkauf bedienen zu können. Die Konstruktion baut das Portfolio, nicht umgekehrt.

§ 2

ASSET ALLOCATION UND AUFBAUPFAD · STAND 31.12.2025

ANLAGEKLASSE	IST-QUOTE	ZIELQUOTE	ABWEICHUNG
Aktien inkl. REITs	41,1 %	31,5 %	+9,6 pp
Anleihen	39,4 %	38,5 %	+0,9 pp
Illiquide Anlagen	14,3 %	rund 30 %	–15,7 pp
Geldmarkt	5,2 %	—	—

Ist-Werte aus der Anlageklassen-Darstellung des Geschäftsberichts 2025, durchgängig bezogen auf die Kapitalanlagen von EUR 25.577 Mio. Der Geschäftsbericht selbst rechnet auf das Stiftungsvermögen von EUR 25.600 Mio. und kommt bei den Aktien deshalb auf 41,0 %. Die Zielquoten stammen aus der KENFO-Website-FAQ, abgerufen am 7. September 2026, und nicht aus dem Geschäftsbericht.

Die Aktien-Übergewichtung von 9,6 Prozentpunkten ist kein Markturteil, sondern eine Zwischenstation. Das für Private Equity und Infrastruktur zugesagte Kapital ist abgerufen, bis es investiert ist, steht es in Aktien. Der Aufbaupfad erklärt es: **Die illiquiden Anlagen lagen 2020 bei 0,3 % und liegen heute bei 14,3 %**, also bei rund der Hälfte des Ziels. Die Investitionsquote insgesamt ist von rund 9 % im Jahr 2017 auf **99,89 %** gestiegen.

Dieser Pfad ist der wichtigste Kontext für jede Rendite-Zeitreihe des Fonds. In den ersten Jahren lag ein großer Teil des Kapitals bei der Bundesbank und unterlag dort den damals negativen Einlagen-Zinsen. Erst ab 2021 misst die ausgewiesene Jahresrendite ein weitgehend vollständig investiertes Vermögen. Wer die Rendite seit 2017 mit der eines durchinvestierten Fonds vergleicht, vergleicht zwei verschiedene Dinge.

Umgesetzt wird über eine **Multi-Manager-Struktur**: ein Master-Fonds bei der HSBC INKA in Düsseldorf, externe Manager je Segment, Verwahrstelle State Street. **53 Beschäftigte inklusive Vorstand** verwalten damit EUR 25,6 Mrd. Ein Gesamtportfolio-Benchmark wird ausschließlich in der Website-FAQ genannt, nicht im testierten Berichtswerk.

§ 3

DIE ZAHLEN ÜBER ACHEINHALB JAHRE

+5,90 %

p. a. zeitgewichtet · 2019 bis 2025 · abgeleitet

3,97 %

Zielrendite nominal · übertroffen um 1,93 pp

6 von 7

Jahren positiv seit 2019

Die ausgewiesenen Jahresrenditen 2019 bis 2025 lauten +10,2 %, +8,3 %, +10,4 %, –12,2 %, +11,1 %, +9,4 % und +6,2 %. Das schwächste Jahr war 2022 mit –12,2 %, das stärkste 2023 mit +11,1 %. Verkettet ergibt das eine zeitgewichtete Rendite von 5,90 % pro Jahr. Die **geldgewichtete** Rendite liegt darunter, weil das Kapital in den Aufbaujahren 2017 und 2018 noch nicht investiert war. Beziffern lässt sie sich nicht: Der Fonds publiziert die Kapitalflussreihe nicht.

Aufschlussreicher als die Jahreszahlen ist die Kapitalzusammensetzung. Aus der Einmalzahlung von EUR 24,148 Mrd. im Juli 2017 sind bis Ende 2025 zusammen **EUR 30,8 Mrd.** geworden: EUR 25,577 Mrd. Marktwert im Portfolio plus EUR 5,201 Mrd. bereits an den Bund erstattet. Der seit Gründung erwirtschaftete Mehrwert beträgt EUR 6,72 Mrd., die stille Reserve EUR 4,728 Mrd. oder 22,7 % des Buchwerts.

Ein Fonds, der ein Fünftel seines Kapitals bereits ausgegeben hat und dessen Vermögen dabei um EUR 1,5 Mrd. gewachsen ist. Die Eigenmittelquote liegt bei 290 % gegen eine Untergrenze von 100 %; sie ist die belastbarste Resilienz-Kennzahl des Fonds. Der ebenfalls abgeleitete Deckungsgrad von 166 % steht unter Vorbehalt: Er hängt am Barwert der Verpflichtungen, und dessen Diskontsatz weist der KENFO seit dem Berichtsjahr 2022 nicht mehr aus.

Stand nach Redaktionsschluss. Für das erste Halbjahr 2026 liegt kein Halbjahresbericht vor, wohl aber eine Pressemitteilung vom 15. Juli 2026. Danach beträgt die Wertentwicklung +7,9 %. Bezieht man dieses Halbjahr in die Verkettung ein, steigt die zeitgewichtete Rendite auf 6,57 % pro Jahr über siebeneinhalb Jahre. Dieser Wert stützt sich auf eine Pressemitteilung und nicht auf einen geprüften Abschluss.

§ 4

KOSTEN · RUND 26 BASISPUNKTE, UND WARUM DAS EINE UNTERGRENZE IST

Der KENFO weist keine Kostenquote aus. Aus den publizierten Aufwandspositionen und dem Durchschnittsvermögen leitet diese Studie **rund 26 Basispunkte pro Jahr** ab. Für einen Multi-Manager-Fonds mit wachsendem Illiquide-Anteil ist das ein guter Wert. Zum Vergleich: Der norwegische GPFG liegt bei rund 4 Basispunkten, hält aber 2,1 % illiquide und ist rund siebzimal so groß.

Der Wert ist eine **Untergrenze**, und das ist kein Detail. Die Gebühren und Performance-Beteiligungen innerhalb der Private-Equity- und Infrastruktur-Zielfonds verschwinden im Nettoinventarwert und tauchen in keiner Aufwandsposition des Fonds auf. Wer Kostenquoten institutioneller Anleger vergleicht, muss deshalb immer die Ebene mitnennen, auf der gemessen wurde. Eine kombinierte Quote neben einer getrennten ist kein Vergleich.

Die Zahl hat 2026 politisches Gewicht bekommen. Die Alterssicherungskommission empfiehlt seit dem 23. Juni 2026 eine obligatorische kapitalgedeckte Komponente in der gesetzlichen Rentenversicherung und nennt in Empfehlung 28 ausdrücklich den KENFO als möglichen Träger. Als Kostenziel nennt sie **maximal zehn Basispunkte** des Kapitalstocks. Die abgeleitete KENFO-Quote liegt bei 25,9 Basispunkten. Der Vergleich ist nicht unmittelbar, weil ein Kapitalrenten-Vehikel überwiegend liquide und indexnah anlegen dürfte. Genau das wäre aber zu belegen, und belegen lässt es sich nicht, solange der Fonds seine Kostenquote nicht ausweist.

§ 5

GOVERNANCE UND NACHHALTIGKEIT

Die Entscheidungsstruktur läuft über vier Ebenen und ist in ihrer Grundordnung gesetzlich fixiert, nicht in einer Geschäftsordnung. Das ist der Grund, warum sie über Legislaturperioden trägt.

- ▶ **Rechtsaufsicht.** Drei Bundesministerien.
- ▶ **Kuratorium.** 18 Mitglieder in der 21. Legislaturperiode, paritätisch besetzt mit je neun Vertretern aus Bundesministerien und Bundestagsfraktionen, seit 2018 grundsätzlich drei Sitzungen pro Jahr. Es setzt die strategische Rahmenordnung. Die politische Besetzung geht deutlich über das hinaus, was ein institutionelles Investment Office vergleichbarer Größe aufweist.
- ▶ **Vorstand.** Dreiköpfig, mit Trennung von CIO, COO und CFO, letzterer in Personalunion mit dem CRO. In dieser Besetzung seit 1. April 2021. Er führt die Geschäfte und trifft die Anlage-Entscheidungen.
- ▶ **Fachgremien.** Anlageausschuss, Investment Risk Committee, Expertenkreis Nachhaltiges Investieren und Prüfungsausschuss beraten den Vorstand und ergänzen die Risikokontrolle.

In der Steuerungslogik hat Governance-Sicherheit Vorrang vor Rendite-Optimierung. Eine Lücke bleibt: **Die Zusammensetzung des Anlageausschusses ist in keinem der neun Berichte ausgewiesen.**

Nachhaltigkeit wirkt beim KENFO über eine feste Ausschlussliste in § 4 Abs. 3 der Anlagerichtlinie, unter anderem Kernkraft-Betreiber, Kohle, Uranabbau, Fracking, Waffen und Tabak. Zusammen mit der Mitgliedschaft in der Net-Zero Asset Owner Alliance und den Principles for Responsible Investment sowie einer aktiven Steuerung der Kohlenstoff-Intensität hat das die Portfolio-Emissionsintensität um **-62 % gegenüber der Basis 31. Dezember 2019** reduziert. Die Anzahl der ausgeschlossenen Titel quantifiziert kein Geschäftsbericht. Der KENFO ist kein Adressat der SFDR, weil er keine Finanzprodukte an Dritte vertreibt.

§ 6

CLUSTER-VERGLEICH · NORWEGEN UND KENFO

Beide Fonds gehören demselben Cluster an: staatliche Zweck-Fonds, aus einer Kapitalzuführung entstanden, unter politischer Aufsicht verwaltet, ohne Wettbewerb um Anleger. Damit enden die Gemeinsamkeiten.

DIMENSION	GPFG NORWEGEN	KENFO
Größenordnung	EUR 1,80 Bio.	EUR 25,6 Mrd.
Auszahlungslogik	Handlungsregel rund 3 %	Erstattung auf Anforderung
Zeithorizont	Perpetuität ohne Endpunkt	bis Abschluss der Endlagerung
Illiquide Anlagen	2,1 %	14,3 % · Ziel rund 30 %
Kostenquote	rund 4 bp · ausgewiesen	rund 26 bp · abgeleitet
ESG-Steuerung	aktives Ownership, rund 10.900 HV p. a.	Ausschlussliste
Positionstransparenz	jede Position öffentlich	keine Einzelpositionen

GPFG-Werte aus der Studie A-01 der Reihe, Datenstichtag 31.12.2025. KENFO-Werte aus dem Geschäftsbericht 2025 und eigener Ableitung.

Aus diesen Unterschieden folgt, dass das norwegische Modell nicht auf den deutschen Fonds übertragbar ist und ein direkter Portfolio-Vergleich wenig aussagt. Der GPFG ist **kein Maßstab, an dem sich der KENFO messen lassen muss**, sondern ein Fonds anderer Bauart.

Übertragbar ist etwas anderes: die Art der Berichterstattung. Der GPFG weist seine Kosten aus, trennt nominale und reale Renditen und legt die Positionen quartalsweise offen. Der KENFO tut nichts davon, obwohl seine eigenen Zahlen dem standhalten würden. Genau aus diesem Vergleich stammen die drei Empfehlungen dieser Studie.

§ 7

DIE DREI BERICHTSLÜCKEN · DER KERN DIESER STUDIE

Drei Angaben fehlen im testierten Berichtswerk. Keine davon würde eine Strukturänderung erfordern, und jede einzelne verändert, was ein Außenstehender über den Fonds sagen kann.

- **Erstens · Klassifikation der Renditen.** Die publizierten Renditen sind weder nach brutto und netto noch nach nominal und real klassifiziert. Solange das fehlt, bleibt offen, ob eine ausgewiesene Rendite vor oder nach Kosten gemessen ist, und damit auch, gegen welche Größe eines anderen Fonds sie zu stellen wäre.
- **Zweitens · Kostenquote in Basispunkten.** Der Fonds weist keine aus. Die abgeleitete Ist-Quote von rund 26 Basispunkten ist ein guter Wert, und gerade deshalb ist das Fehlen schwer erklärbar.
- **Drittens · SAA-Zielquoten pro Anlageklasse.** In keinem Geschäftsbericht 2017 bis 2025 steht eine Sollwerte-Tabelle. Grobe Zielquoten nennt nur die Website-FAQ, die kein Stand-Datum trägt.

Die Debatte über den Träger eines Mandats in Höhe einer gesetzlichen Kapitalrente wird geführt, ohne dass der namentlich genannte Kandidat seine Kostenquote ausweist oder seine Renditeerwartung als nominal oder real klassifiziert. Das ist nicht die Kritik an einer Formalie, das ist die praktische Folge.

§ 8

GESAMTBEWERTUNG DER STUDIE

Im Bewertungsraster der Investmentstrategien-Reihe erreicht der KENFO **25 von 35 Punkten** in der Systemqualität und **12 von 20** in der Übertragbarkeit. Bei einer Gewichtung von 60 zu 40 ergibt das einen Gesamtscore von **3,34 von 5** und

die Einordnung im Qualitätsband **Funktional**.

DIMENSION	SCORE
Mandatsklarheit	5 / 5
Governance-Qualität	4 / 5
Investment-Prozessreife	3 / 5
Kosten-Effizienz	3 / 5
Transparenz	2 / 5
ESG-Integration	4 / 5
Resilienz	4 / 5
Systemqualität gesamt	25 / 35

Bandbreiten der Reihe: ab 4,50 Referenz-Standard · ab 4,00 Stark · ab 3,50 Solide · ab 3,00 Funktional · darunter strukturell schwach. Der Abstand zum Band Solide beträgt 0,16 Punkte.

Getragen wird die Bewertung von Mandat und Resilienz, also von der Konstruktion. Zurück halten ihn die Berichtsebene und die noch junge Investment-Organisation. **Transparenz ist mit 2 von 5 die einzige Dimension unter drei Punkten.** Ein Punkt mehr in einer einzigen Dimension ergäbe 3,43, zwei Punkte 3,51 und damit das nächste Band.

§ 9

WAS BEDEUTET DAS FÜR ÖSTERREICH?

Der KENFO ist der Präzedenzfall für einen gesetzlich fixierten Zweck-Fonds. Wer in Österreich über einen Klimaanpassungsfonds oder einen Kapitalstock für die Pension nachdenkt, findet hier die Konstruktion in lesbarer Form. Im August 2026 hat Bundeskanzler Christian Stocker einen Pensionsfonds aus den Gewinnen staatlicher Unternehmen ins Gespräch gebracht, rund EUR 700 Mio. jährlich. Ein Regierungsvorhaben liegt bislang nicht vor.

- ▶ **Gesetzliche Mandatsfixierung.** Der Zweck steht im Gesetz, nicht in einer Anlagerichtlinie. Das schützt ihn gegen Zugriff über Legislaturperioden hinweg. Für einen Fonds, der zwei Jahrzehnte überdauern soll, ist das die erste Entscheidung und nicht eine Formalie. **Score System-Transfer: 3 / 5**
- ▶ **Vierstufige Governance mit fachlichem Vorstand.** Politisches Aufsichtsgremium und fachlicher Vorstand getrennt, beides gesetzlich verankert. Für Wohlfahrtsfonds, Pensions- und Vorsorgekassen unmittelbar anwendbar. **Score Institutionelle: 4 / 5**
- ▶ **Master-Fonds mit externem Partner.** 53 Beschäftigte verwalten EUR 25,6 Mrd. Das Sourcing-Modell entkoppelt die interne Personalgröße von der operativen Komplexität und ist ab mittlerer Größenordnung tragfähig.
- ▶ **Das Auszahlungsprofil zuerst bestimmen.** Die Reihenfolge des KENFO ist die allgemeine Lehre: Zweck fixieren, Auszahlungsprofil bestimmen, Liquiditätsanforderung ableiten, erst dann allokieren. Die Allokation ist das Ergebnis, nicht der Anfang.

Die vier Zielgruppen-Scores der Übertragbarkeit lauten: Institutionelle 4/5, System-Transfer Österreich 3/5, Unternehmerinnen und Unternehmer 3/5, Privatpersonen 2/5. Zusammen 12 von 20.

§ 10

QUELLEN-KERN

- KENFO (2018 bis 2026) · Geschäftsberichte 2017 bis 2025 · neun Jahrgänge, geprüft und testiert
- KENFO (2018 bis 2026) · Corporate-Governance-Berichte 2017 bis 2025
- KENFO (2020 bis 2026) · Nachhaltigkeitsberichte

- Entsorgungsfondsgesetz (EntsorgFondsG) · in Kraft seit 27.01.2017
- KENFO · Satzung und Anlagerichtlinie
- KENFO · Website-FAQ · abgerufen 07.09.2026, ohne Stand-Datum
- KENFO · Pressemitteilung vom 15.07.2026 · Halbjahr 2026
- Alterssicherungskommission (2026) · Bericht vom 23.06.2026 · Empfehlung 28
- Kommission Lagerung hoch radioaktiver Abfallstoffe (2016) · KFK-Bericht
- NBIM (2026) · Annual Report 2025 · Vergleichsdaten GPFG
- Yale Investments Office · Endowment Update · Vergleichsdaten Spending Rule
- Studie A-01 der Reihe · Government Pension Fund Global · Datenstichtag 31.12.2025

VOLLSTÄNDIGE WHITEPAPER-ANALYSE

KENFO · Wie ein Atomausstieg zum Kapitalmarkt-Auftrag wurde

September 2026 · 73 Seiten · 11 eingebettete Grafiken · Neun Geschäftsberichte als Primärquelle

→ obergantschnig.at/30aus30

DR. JOSEF OBERGANTSCHNIG · MBA · CIIA · CEFA · CESGA

Kapitalmarktexperte · Hochschullektor · Buchautor

Kolumne (e-fundresearch.com): e-fundresearch.com/author/obergantschnig

www.josefobergantschnig.at · obergantschnig@obergantschnig.at

© 2026 Dr. Josef Obergantschnig · Whitepaper V1.0 · September 2026 · Datenstichtag 31.12.2025

Dieses Dokument dient ausschließlich Informations- und Bildungszwecken. Es stellt keine Anlageberatung, Finanzberatung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Stand der Daten: 31. Dezember 2025, sofern nicht anders ausgewiesen.