

Der KENFO

5.201.000.000 €

Was ein deutscher Zweck-Fonds in achteinhalb Jahren an den Bund zurückgezahlt hat

KENFO · Kapitalanlagen 25,577 Mrd. EUR · Datenstichtag 31.12.2025

Wie aus dem deutschen Atomausstieg ein Kapitalmarkt-Auftrag wurde

KONSTRUKTION

Stiftung öffentlichen Rechts

Errichtet 16. Juni 2017 durch das
Entsorgungsfondsgesetz.
Rechtsaufsicht durch drei Bundesministerien.

VOLUMEN

EUR 25,577 Mrd.

Marktwert der Kapitalanlagen per 31.12.2025 •
aus einer Einmalzahlung von 24,148 Mrd.

AUSRICHTUNG

41,1 % Aktien inkl. REITs

Anleihen 39,4 % • illiquide Anlagen 14,3 % •
Zielquote illiquide rund 30 %.

AUSSCHÜTTUNG

keine Formel

Erstattung der tatsächlich angefallenen
Entsorgungskosten auf Anforderung des Bundes.

BILANZ

EUR 5,201 Mrd.

kumuliert erstattet 2017 bis 2025 •
21,5 % der Einzahlung, Vermögen trotzdem gewachsen.

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.

Dr. Josef Obergantschnig · Studie A-03 · September 2026

WER

FONDS

Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung

VERWALTUNG

53 Beschäftigte inkl. Vorstand, Berlin

AUFSICHT

Rechtsaufsicht durch drei Bundesministerien, Kuratorium mit 18 Mitgliedern

UMSETZUNG

Master-Fonds bei HSBC INKA, Verwahrstelle State Street

WAS

FONDSVERMÖGEN

EUR 25,577 Mrd. Marktwert

AUSZAHLUNG

keine Formel • Erstattung auf Anforderung des Bundes

ZIEL

Entsorgungskosten über Jahrzehnte decken • Zielrendite 3,97 % nominal

KUMULIERT ERSTATTET

EUR 5,201 Mrd. seit 2017

WANN

2016

KFK-Kompromiss zur Finanzierung des Atomausstiegs

16.06.2017

Errichtung durch das Entsorgungsfondsgesetz

03.07.2017

Einmalzahlung EUR 24,148 Mrd. durch die Betreiber

31.12.2025

Stand der Zahlen, Geschäftsbericht 2025

ERSTATTUNG STATT AUSSCHÜTTUNG

§ 3 ABS. 1 ENTSORGFONDSG

Der Fonds zahlt, was der Bund an tatsächlich angefallenen Kosten anfordert.

WAS DAS HEISST

Weder Zeitpunkt noch Höhe der nächsten Anforderung sind planbar.

ZUM VERGLEICH

Yale schüttet nach einer Spending Rule von 5,25 % aus, Norwegen nach einer Handlungsregel von rund 3 %. Beide wissen, was abfließt.

KREDITVERBOT

§ 8 ABS. 3 SATZ 1 UND 2

Keine Kreditaufnahme, keine Zuschüsse vom Bund.

WAS DAS HEISST

Es gibt keinen externen Puffer. Jede Auszahlung muss aus dem eigenen Portfolio kommen.

FOLGE

Die Illiquide-Zielquote von rund 30 % ist die strategische Antwort: hoch genug für Diversifikation, niedrig genug für jede Anforderung.

ABGELÖSTE NACHSCHUSSPFLICHT

§ 7 ABS. 3 SATZ 2

Mit der vollständigen Zahlung am 3. Juli 2017 endgültig abgelöst.

WER ZAHLTE

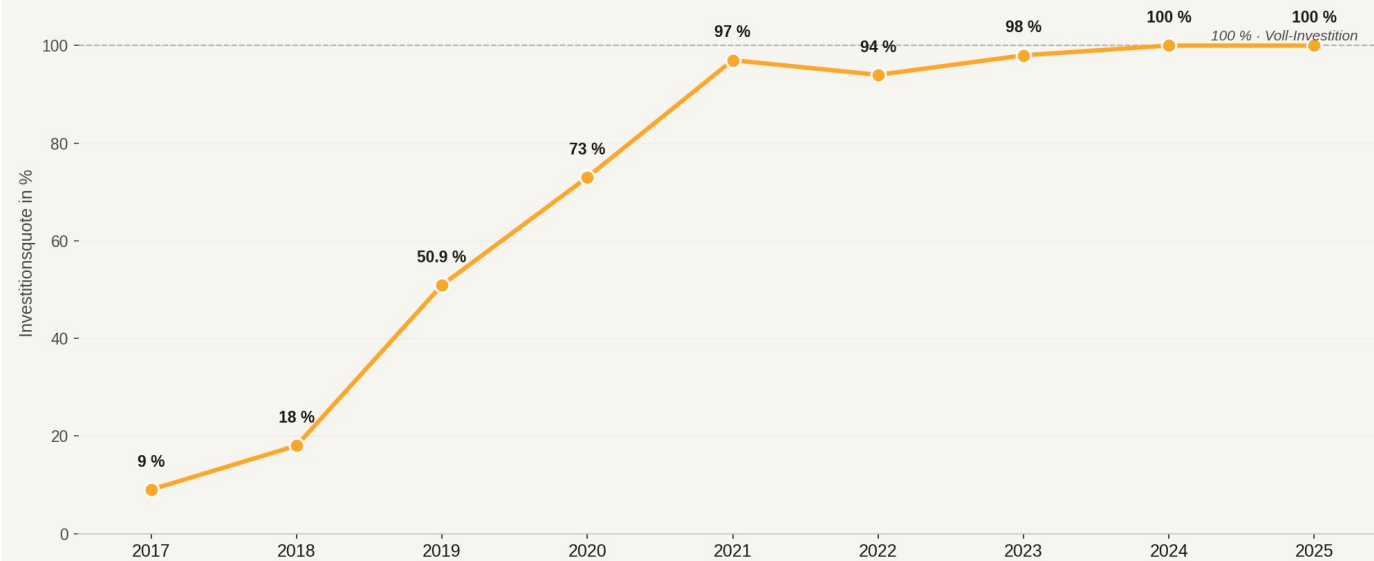
E.ON, RWE, EnBW, Vattenfall sowie die Stadtwerke München und Bielefeld.

WER HAFTET

Reicht das Vermögen nicht, trägt der Bundeshaushalt die Differenz aus dem Steueraufkommen.

Investitionsquoten-Rampe 2017–2025

Anteil investierter Mittel am Stiftungsvermögen inkl. Barmittel · 2017 bis 2025

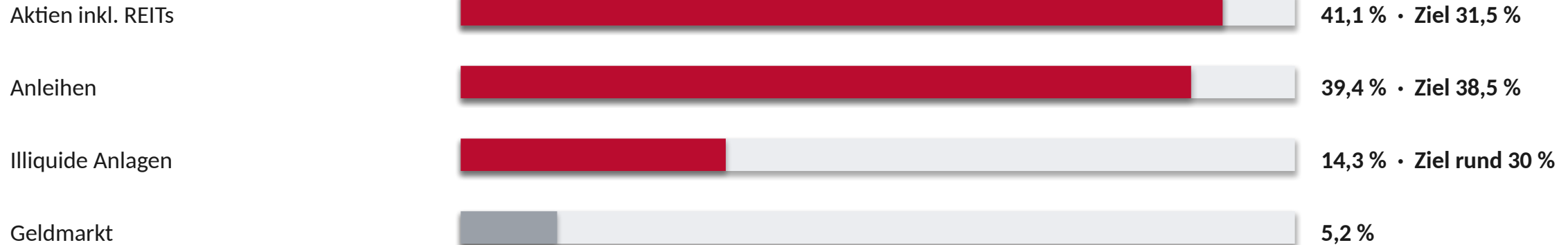


Werte auf Basis Buchwert-Ansatz gemäß Geschäftsbericht. Werte 2024 und 2025 werden vom KENFO als „99,68 %“ bzw. „99,89 %“ berichtet, in dieser Grafik zu 100 % gerundet. Die frühen Jahre 2017 bis 2019 zeigen den strukturellen Cash-Drain durch Bundesbank-Verwahrung während der Aufbauphase.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025 · Kanon §1e

Der Pfad ist der wichtigste Kontext für jede Rendite-Zeitreihe des Fonds. In den frühen Jahren lag ein großer Teil des Kapitals bei der Bundesbank und unterlag dort den damals negativen Einlagen-Zinsen. Erst ab 2021 misst die Jahresrendite ein weitgehend vollständig investiertes Vermögen.

IST-QUOTEN



Warum die Aktien übergewichtet sind.

Die 9,6 Prozentpunkte über dem Ziel sind kein Markturteil, sondern eine Zwischenstation. Das für Private Equity und Infrastruktur zugesagte Kapital ist abgerufen, und bis es investiert ist, steht es in Aktien. Die illiquiden Anlagen lagen 2020 bei 0,3 % und liegen heute bei 14,3 %, also bei rund der Hälfte des Ziels.

Ist-Werte aus der Anlageklassen-Darstellung des Geschäftsberichts 2025. Der Geschäftsbericht 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.

RENDITE

+5,90 % p. a.

zeitgewichtet 2019 bis 2025, nominal ·
eigene Verkettung dieser Studie.

ZIELRENDITE

3,97 % nominal

übertroffen um 1,93 Prozentpunkte ·
sechs von sieben Jahren positiv.

MEHRWERT

EUR 6,72 Mrd.

seit Gründung erwirtschaftet ·
stille Reserve EUR 4,728 Mrd.

Aus 24,148 werden 30,8 Milliarden.

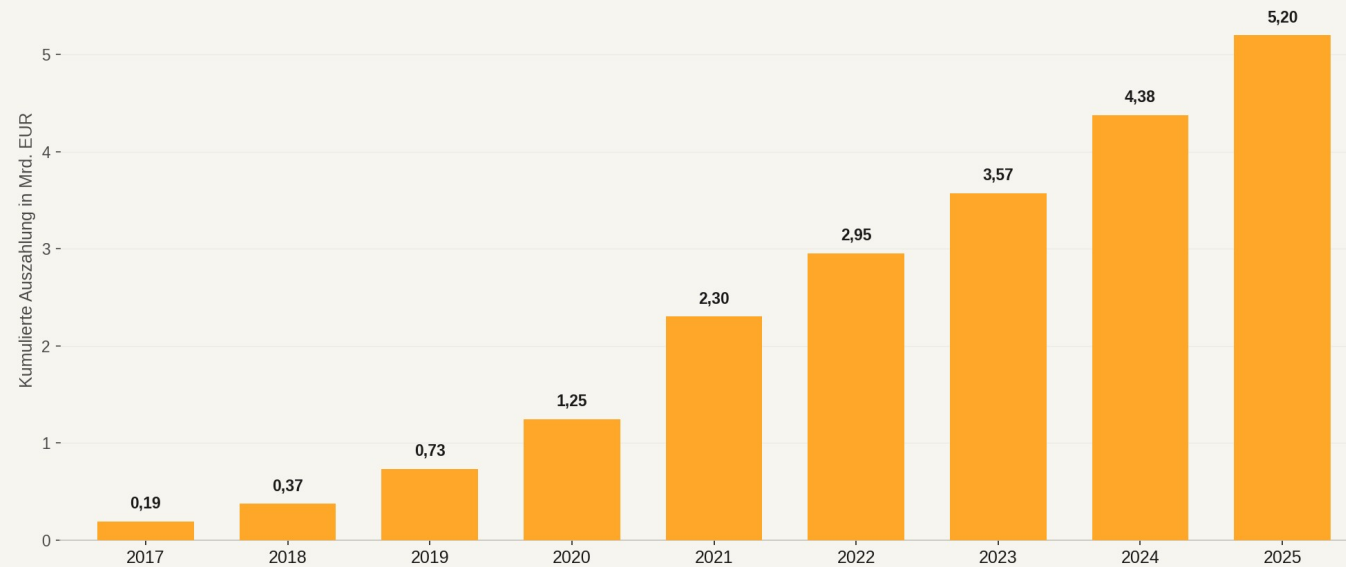
Aus der Einmalzahlung von EUR 24,148 Mrd. im Juli 2017 sind bis Ende 2025 zusammen EUR 30,8 Mrd. geworden: EUR 25,577 Mrd. Marktwert im Portfolio plus EUR 5,201 Mrd. bereits an den Bund erstattet. Ein Fonds, der ein Fünftel seines Kapitals ausgegeben hat und dessen Vermögen dabei um EUR 1,5 Mrd. gewachsen ist.

Jahresrenditen 2019 bis 2025: +10,2 % · +8,3 % · +10,4 % · -12,2 % · +11,1 % · +9,4 % · +6,2 %

Eigenmittelquote 290 % gegen eine Untergrenze von 100 %, 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.

Kumulierte Auszahlungen 2017–2025

Kumulierter Cash-Abfluss aus KENFO an BMU / BMUV / BMUKN in Mrd. EUR



Werte kumuliert nach Geschäftsjahresende. Die Zahlung 2017 (190 Mio.) enthält die Rückforderung an die Betreiber (§ 7 Abs. 2 S. 3 EntsorgFondsG) in Höhe von 90,5 Mio. EUR. Netto-Stiftungskapital 24,057 Mrd. EUR seither konstant.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025 · Kanon §5b

EUR 5,201 Mrd. kumuliert per 31.12.2025, das sind 21,5 % der Einzahlung von EUR 24,148 Mrd. Die Pressemitteilung vom 15. Juli 2026 nennt rund EUR 5,3 Mrd.; maßgeblich für diese Studie ist der Geschäftsbericht.

DIE ZAHL

ABGELEITETE KOSTENQUOTE

rund 26 Basispunkte pro Jahr
(25,9 bp für 2025)

WOHER

Der KENFO weist keine Kostenquote aus. Diese Studie leitet sie aus den publizierten Aufwandspositionen und dem Durchschnittsvermögen ab.

EINORDNUNG

Für einen Multi-Manager-Fonds mit wachsendem Illiquide-Anteil ist das ein guter Wert.

WARUM UNTERGRENZE

WAS FEHLT

Gebühren und Performance-Beteiligungen innerhalb der Private-Equity- und Infrastruktur-Zielfonds.

WO SIE VERSCHWINDEN

Im Nettoinventarwert. Sie tauchen in keiner Aufwandsposition des Fonds auf.

DIE REGEL DARAUS

Wer Kostenquoten vergleicht, muss die Ebene mitnennen. Eine kombinierte Quote neben einer getrennten ist kein Vergleich.

WARUM DAS 2026 ZÄHLT

23.06.2026

Die Alterssicherungskommission empfiehlt eine gesetzliche Kapitalrente und nennt in Empfehlung 28 den KENFO.

DAS KOSTENZIEL DORT

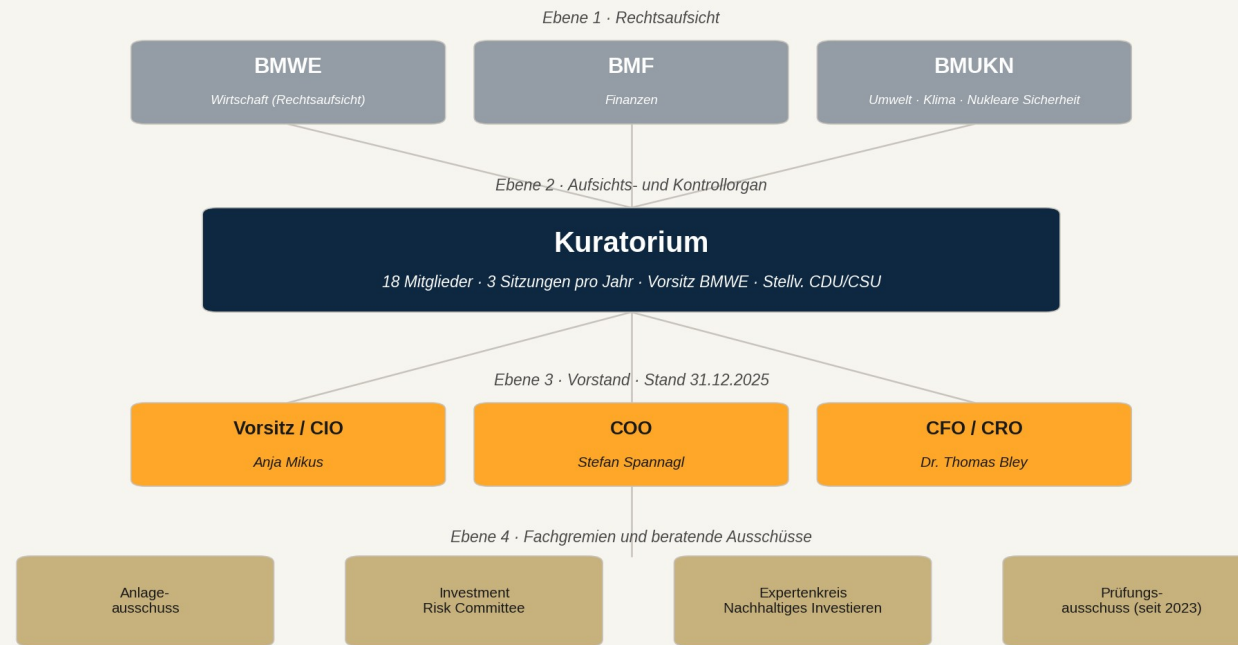
maximal zehn Basispunkte des Kapitalstocks

DER PUNKT

Die Debatte über den Träger läuft, ohne dass der genannte Kandidat seine Kostenquote ausweist.

Governance-Organigramm KENFO

Vier-Ebenen-Governance-Kaskade · Rechtsaufsicht · Kuratorium · Vorstand · Fachgremien



Vorstandsbestellungen erfolgen durch das Kuratorium und werden von der Rechtsaufsicht bestätigt. Fachgremien beraten Kuratorium und Vorstand; der Prüfungsausschuss besteht seit 2023 und ist seit 2024 voll operativ. Kuratoriums-Mitgliederlisten öffentlich, Anlageausschuss-Zusammensetzung nicht.

Quelle: KENFO Geschäftsbericht 2025 · Kanon §6a-e · § 3 bis § 6 EntsorgFondsG

Rechtsaufsicht durch drei Bundesministerien · Kuratorium mit 18 Mitgliedern, paritätisch aus Bundesministerien und Bundestagsfraktionen · dreiköpfiger Vorstand mit Trennung von CIO, COO und CFO, in dieser Besetzung seit 1. April 2021 · vier Fachgremien. Die Zusammensetzung des Anlageausschusses ist in keinem der neun Berichte ausgewiesen.

AUSSCHLUSS

§ 4 Abs. 3 Anlagerichtlinie

Kernkraft-Betreiber, Kohle, Uranabbau,
Fracking, Waffen, Tabak.

WIRKUNG

WACI –62 %

Reduktion der Portfolio-Emissionsintensität
gegenüber der Basis 31.12.2019.

MITGLIEDSCHAFTEN

NZAOA • PRI • PCAF

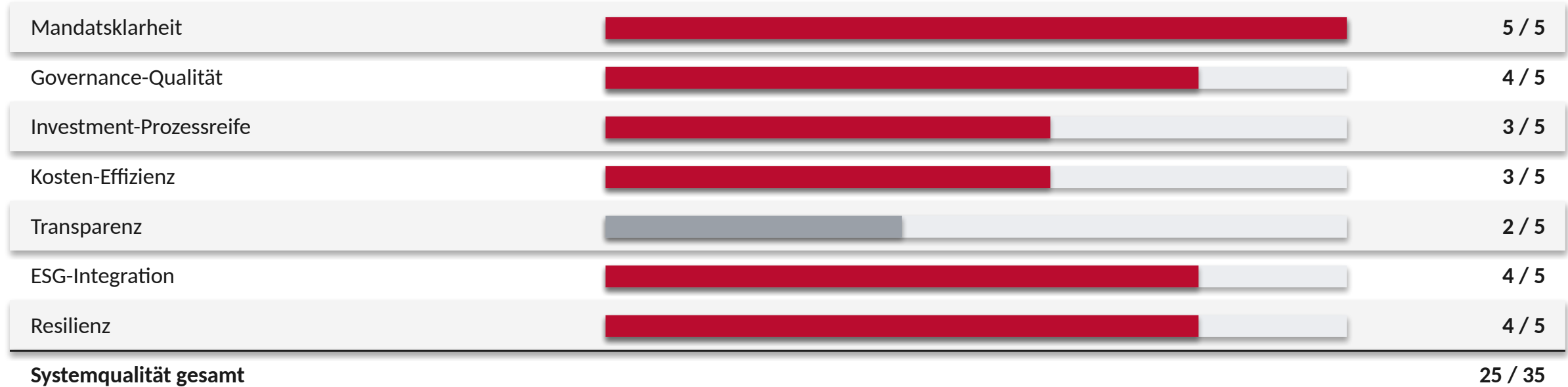
Net-Zero Asset Owner Alliance, Principles for
Responsible Investment, PCAF.

Der Unterschied zu Norwegen.

Der norwegische GPFG steuert über aktives Ownership in rund 10.900 Hauptversammlungen pro Jahr, der KENFO über eine Ausschlussliste. Das ist die Bauart eines Fonds ohne Stimmrechtsapparat und keine Schwäche, aber es begrenzt die Wirkung auf die Auswahl statt auf die Einflussnahme.

Zwei Lücken: Die Anzahl der ausgeschlossenen Titel quantifiziert kein Geschäftsbericht. Eine aktive Aktionärsrolle nennt die Website-FAQ, im testierten Berichtswerk ist sie nicht belegt.

Der KENFO ist kein Adressat der SFDR, weil er keine Finanzprodukte an Dritte vertreibt.



Gesamtscore 3,34 von 5 • Qualitätsband Funktional

Systemqualität 25/35 und Übertragbarkeit 12/20, gewichtet 60 zu 40. 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.

Der Abstand zum nächsten Band Solide beträgt 0,16 Punkte. Ein Punkt mehr in einer einzigen Dimension ergäbe 3,43.

Bandbreiten der Reihe: ab 4,50 Referenz-Standard • ab 4,00 Stark • ab 3,50 Solide • ab 3,00 Funktional • darunter strukturell schwach.

WAS GLEICH IST

CLUSTER

Staatliche Zweck-Fonds, aus einer Kapitalzuführung entstanden.

AUFSICHT

Politisch verfasst, ohne Wettbewerb um Anleger.

ANSPRUCH

Realer Kapitalerhalt über Generationen bei laufender Zahlung nach außen.

WAS ANDERS IST

GRÖSSE

GPFG EUR 1,80 Bio. ·
KENFO EUR 25,6 Mrd.

AUSZAHLUNG

Handlungsregel rund 3 % gegen
Erstattung auf Anforderung.

ILLIQUIDE

GPFG 2,1 % · KENFO 14,3 %
bei einer Zielquote von rund 30 %.

ESG

Aktives Ownership gegen
Ausschlussliste.

WAS ÜBERTRAGBAR IST

NICHT DAS PORTFOLIO

Aus den Unterschieden folgt, dass
ein direkter Portfolio-Vergleich
wenig aussagt.

SONDERN DIE BERICHTSART

Der GPFG weist rund 4 Basispunkte
aus, trennt nominale und reale
Renditen und legt die Positionen
quartalsweise offen.

DER PUNKT

Der KENFO tut nichts davon, obwohl
seine eigenen Zahlen dem
standhalten würden.

ERSTENS

Klassifikation der Renditen

Weder nach brutto und netto noch nach nominal und real. Solange das fehlt, bleibt offen, gegen welche Größe eines anderen Fonds eine Rendite zu stellen wäre.

ZWEITENS

Kostenquote in Basispunkten

Der Fonds weist keine aus. Die abgeleiteten rund 26 Basispunkte sind 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.

Keine davon erfordert eine Strukturänderung.

Jede einzelne verändert, was ein Außenstehender über den Fonds sagen kann. Das ist der Grund, warum diese Studie die Empfehlungen an die Berichterstattung richtet und nicht an die Portfoliostruktur.

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

Übertragbarkeits-Matrix 4 Zielgruppen mal 7 Systemqualitäts-Dimensionen

Sieben Systemqualitäts-Dimensionen · vier Zielgruppen der Übertragbarkeit

KENFO · Systemqualität

Mandats-Klarheit	5 / 5
Governance-Qualität	4 / 5
Investment-Prozess-Reife	3 / 5
Kosten-Effizienz	3 / 5
Transparenz	2 / 5
ESG-Integration	4 / 5
Resilienz	4 / 5
Σ 25 / 35 · entspricht 3,57 / 5	

Übertragbarkeit auf vier Zielgruppen

Unternehmer:innen	3 / 5
Privatpersonen	2 / 5
Institutionelle Anleger	4 / 5
System-Transfer Österreich	3 / 5
Σ 12 / 20 · entspricht 3,00 / 5	

Gesamtscore 3,34 / 5 · Gewichtung 60 zu 40 · Qualitätsband Funktional

Punkt-Bewertung 0 bis 5 je Dimension nach den Ankerpunkten des Reihen-Standards. Qualitätsbänder: ab 4,50 Referenz-Standard · ab 4,00 Stark · ab 3,50 Solide · ab 3,00 Funktional · darunter strukturell schwach. Datenlage vollständig.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025 · Kennzahlen-Kanon A-03 §3.1 und §3.2

Institutionelle Anleger 4/5 · System-Transfer Österreich 3/5 · Unternehmerinnen und Unternehmer 3/5 · Privatpersonen 2/5. Der KENFO ist der Präzedenzfall für einen gesetzlich fixierten Zweck-Fonds, und die allgemeine Lehre ist die Reihenfolge: Zweck fixieren, Auszahlungsprofil bestimmen, Liquiditätsanforderung ableiten, erst dann allokalieren.

GESETZLICHE MANDATSFIXIERUNG

DAS PRINZIP

Der Zweck steht im Gesetz, nicht in einer Anlagerichtlinie.

WARUM DAS ZÄHLT

Es schützt ihn gegen Zugriff über Legislaturperioden hinweg. Für einen Fonds, der zwei Jahrzehnte überdauern soll, ist das die erste Entscheidung.

DER ANLASS

Im August 2026 wurde ein Pensionsfonds aus Gewinnen staatlicher Unternehmen ins Gespräch gebracht, rund EUR 700 Mio. jährlich.

GOVERNANCE MIT FACHVORSTAND

DAS PRINZIP

Politisches Aufsichtsgremium und fachlicher Vorstand getrennt, beides gesetzlich verankert.

FÜR WEN

Wohlfahrtsfonds, Pensions- und Vorsorgekassen. Unmittelbar anwendbar.

SCORE

Institutionelle Anleger 4 von 5 • der höchste der vier Zielgruppen.

MASTER-FONDS-ARCHITEKTUR

DAS PRINZIP

53 Beschäftigte verwalten EUR 25,6 Mrd. über externe Manager je Segment.

WARUM DAS TRÄGT

Das Sourcing-Modell entkoppelt die interne Personalgröße von der operativen Komplexität.

AB WANN

Ab mittlerer Größenordnung tragfähig.

WHITEPAPER

73 Seiten

Die vollständige Analyse mit elf Grafiken ·
neun Geschäftsberichte als Primärquelle ·
Stand September 2026.

EXECUTIVE BRIEF

7 Seiten

Die Studie in zehn bis zwölf Minuten ·
zehn Paragraphen von der Konstruktion
bis zur Übertragbarkeit.

TERMSHEET

3 Seiten

Der Fonds auf einen Blick · Steckbrief,
Allokation, Kennzahlen, Scorecard,
fünf Learnings.

FAKTENBLATT

1 Seite A4

Die Zahlen zum Aufhängen ·
für den schnellen Griff vor einem
Termin oder einem Interview.

PRÄSENTATION

18 Folien

Diese Fassung · für Vorträge,
Gremiensitzungen und Workshops.

Vielen Dank

Dr. Josef Obergantschnig

Der KENFO ist in seiner Konstruktion stark und in seinen Ergebnissen belastbar, als Berichterstatter ist er schwach.

Dr. Josef Obergantschnig

MBA · CIIA · CEFA · CESGA · Kapitalmarktexperte · Hochschullektor · Buchautor

www.josefobergantschnig.at · obergantschnig@obergantschnig.at

Kolumne: e-fundresearch.com/author/obergantschnig

Alle Studien der Reihe: obergantschnig.at/30aus30