30 INVESTMENTSTRATEGIEN AUS 30 JAHREN · 004

Harvard.

Warum hinkt Harvard Yale hinterher?

Dr. Josef Obergantschnig

29. Oktober 2026

Impressum

Titel	Harvard · Warum hinkt Harvard Yale hinterher?
Reihe	30 Investmentstrategien aus 30 Jahren
Studie	Nr. 004 · Harvard
Erscheinungsdatum	29. Oktober 2026
Version	1.0

Medieninhaber	Dr. Josef Obergantschnig
Herausgeber	Dr. Josef Obergantschnig
Anschrift	Statteggerstraße 206, 8046 Stattegg, Österreich
Kontakt	obergantschnig@obergantschnig.at · +43 664 220 56 42
UID	ATU66319566
Offenlegung	gemäß § 25 MedienG unter josefobergantschnig.at/impressum

KI-UNTERSTÜTZUNG

Dieses Whitepaper wurde mit KI-Unterstützung erstellt. Autor und KI haben gemeinsam Primärquellen beschafft, Kennzahlen abgeleitet, Grafiken erzeugt und an Struktur und Textfassung gearbeitet. Der Autor hat den gesamten Inhalt geprüft und freigegeben; alle Aussagen, Wertungen und Schlussfolgerungen verantwortet er persönlich. Die Kennzahlen wurden mit Sorgfalt aus den jeweils angegebenen Primärquellen erhoben und tragen Quelle, Periode und Bezugsgröße; eigene Ableitungen sind als solche gekennzeichnet.

HINWEIS

Dieses Dokument gibt die persönliche Analyse und Einschätzung des Autors wieder. Es dient der Information und Bildung. Es ist keine Anlageberatung und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten und berücksichtigt keine individuelle Situation.

Die Studien analysieren Anlagestrategien auf Ebene der Anlageklassen. Werden einzelne Wertpapiere genannt, beschreiben sie die Bestände der untersuchten Institution und sind keine Empfehlung.

Der vollständige Risikohinweis folgt auf der nächsten Seite.

COPYRIGHT

© 2026 Dr. Josef Obergantschnig. Die vollständige, unveränderte Weitergabe dieses PDFs ist ausdrücklich erwünscht. Zitate mit Quellenangabe sind zulässig. Bearbeitungen, Auszüge in Werbe- oder Produktunterlagen und jede kommerzielle Nutzung bedürfen der schriftlichen Zustimmung des Autors.

Risikohinweis

ZWECK UND CHARAKTER DIESES DOKUMENTS

Die in diesem Whitepaper enthaltenen Informationen, Analysen und Schlussfolgerungen dienen ausschließlich allgemeinen Informations-, Bildungs- und Forschungszwecken. Sie stellen keine Anlageberatung, Vermögensverwaltung, Steuerberatung, Rechtsberatung oder individuelle Finanzberatung im Sinne der anwendbaren aufsichtsrechtlichen Vorschriften dar, insbesondere nicht im Sinne des WAG 2018. Sie sind weder Angebot noch Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren, Investmentfonds oder sonstigen Finanzinstrumenten.

WERTENTWICKLUNG UND VERLUSTRISIKO

Die in diesem Dokument dargestellten historischen Wertentwicklungen, Renditen und Kennzahlen sind keine verlässlichen Indikatoren für künftige Ergebnisse. Kapitalanlagen sind mit Risiken verbunden, die bis zum vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen können. Die in der Vergangenheit erzielten Renditen des Harvard-Endowments oder vergleichbarer Investmentvehikel lassen sich nicht ohne weiteres auf andere Anlageformen, Zeiträume oder Anlegerprofile übertragen.

SPEZIFISCHE RISIKOFAKTOREN

Internationale Kapitalanlagen unterliegen einer Vielzahl von Risiken, die je nach Anlageklasse, Region und Strategie unterschiedlich stark wirken: Marktpreisrisiken (Volatilität von Aktien- und Anleihekursen), Zinsänderungs- und Bonitätsrisiken (insbesondere bei festverzinslichen Wertpapieren), Wechselkursrisiken bei in Fremdwährungen denominierten Investments, Liquiditätsrisiken bei nicht börsennotierten Anlagen wie Immobilien oder Infrastruktur, Konzentrationsrisiken bei sektoraler oder geographischer Klumpenbildung sowie politische und regulatorische Risiken durch staatliche Eingriffe oder Gesetzesänderungen. Auch breit diversifizierte Portfolios sind gegen systemische Marktverwerfungen, Krisenereignisse oder strukturelle Inflationsphasen nicht immun.

DATENBASIS UND AKTUALITÄT

Die in diesem Whitepaper verwendeten Daten, Renditen, Kennzahlen und institutionellen Beschreibungen basieren auf öffentlich zugänglichen Quellen, insbesondere den Harvard University Financial Reports der Geschäftsjahre 2006 bis 2023 und 2025, den Annual Reports der Harvard Management Company 2017 bis 2025, den Meldungen der Harvard Gazette zu den Geschäftsjahren 2000 bis 2005, dem Klimabericht 2024 und weiteren Veröffentlichungen der Harvard Management Company, der NACUBO-Commonfund Study of Endowments 2025 (Summary and Key Insights) sowie Studie 002 dieser Reihe zum Yale Endowment. Die Recherche erfolgte mit Stand Oktober 2026. Der Untersuchungszeitraum endet mit dem Geschäftsjahr 2025 (Stichtag 30. Juni 2025). Den Finanzbericht für das Geschäftsjahr 2026 hat Harvard Mitte Oktober 2026 veröffentlicht (Rendite 27,1 %, Marktwert rund 68 Mrd. USD per 30. Juni 2026); diese Werte sind in der Analyse nicht enthalten. Trotz sorgfältiger Prüfung können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Anlagestrategie, regulatorische Rahmenbedingungen, Marktbewertungen und institutionelle Strukturen können sich jederzeit ändern.

SUBJEKTIVITÄT DER BEWERTUNGEN

Alle Wertungen, Einordnungen, Scorecards und Schlussfolgerungen geben die persönliche fachliche Einschätzung des Autors wieder. Sie beruhen auf den in der Studie offengelegten Kriterien und auf dem Datenstand zum angegebenen Stichtag. Sie können von den Bewertungen anderer Marktteilnehmer:innen, Researchhäuser oder Aufsichtsbehörden abweichen. Die Studie beruht ausschließlich auf öffentlich frei zugänglichen Daten. Die untersuchte Institution hat sie weder beauftragt noch autorisiert.

STEUERLICHE UND RECHTLICHE HINWEISE

Steuerliche Auswirkungen von Kapitalanlagen sind hochgradig länder-, rechtsform- und situationsspezifisch und werden in diesem Dokument nicht behandelt. Etwaige steuerliche Verweise dienen ausschließlich der allgemeinen Einordnung und ersetzen nicht die qualifizierte Beratung durch einen Steuerberater oder eine Steuerberaterin. Gleiches gilt für rechtliche, aufsichtsrechtliche oder erbrechtliche Fragestellungen.

EMPFEHLUNG ZUR PROFESSIONELLEN BERATUNG

Leserinnen und Leser, die auf Basis der dargestellten Inhalte konkrete Anlage-, Vorsorge- oder Strukturierungsentscheidungen treffen möchten, werden ausdrücklich aufgefordert, vor jeder Entscheidung eine qualifizierte und auf ihre individuelle Situation, Risikobereitschaft, Anlageziele, Liquiditätsbedürfnisse und steuerliche Lage abgestimmte Beratung einzuholen. Eine pauschale Übertragung der hier beschriebenen institutionellen Modelle auf private Vermögensstrukturen kann ohne diese individuelle Anpassung zu strukturellen Fehlentscheidungen führen.

ZIELGRUPPE UND ANWENDUNGSBEREICH

Dieses Dokument richtet sich an informierte Anleger:innen, Unternehmer:innen, Stiftungsverantwortliche, Pensionskassenvertreter:innen und institutionelle Entscheidungsträger:innen im deutschsprachigen Raum, die ein vertieftes Verständnis institutioneller Investmentmodelle anstreben. Es richtet sich nicht an Personen in den Vereinigten Staaten von Amerika.

UNABHÄNGIGKEIT UND INTERESSEN

Der Autor schreibt in eigenem Namen. Hinter der Reihe steht keine Bank, kein Vermögensverwalter und kein Produktanbieter; die Studien werden von niemandem beauftragt. Der Autor ist als Unternehmensberater, Vortragender und Hochschullektor tätig und berät dabei auch institutionelle Anleger sowie Unternehmen der Finanz- und Versicherungsbranche. Er hält in den genannten Anlageklassen private Anlagen, überwiegend über breit gestreute Fonds, daneben einzelne Aktien.

HAFTUNG

Die Nutzung der Inhalte für eigene Entscheidungen erfolgt in eigener Verantwortung. Für leichte Fahrlässigkeit haftet der Autor nicht; die Haftung für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

Inhalt

Executive Summary 8

1.1 · Die Fragen 9
1.2 · Zahlen-Snapshot per 30. Juni 2025 9
1.3 · Fünf Achsen, fünf Befunde 9
1.4 · Bewertung und Fazit 10

Hintergrund und Mandat 11

2.1 · Von 400 Pfund zur Stiftungsuniversität 12
2.2 · Ein Vermögen aus 14.765 Widmungen 12
2.3 · Das Endowment im Haushalt der Universität 13
2.4 · Die Ausschüttungspolitik: jährlicher Beschluss statt Formel 13
2.5 · Ein Vermögen, das aus Erträgen wächst 15
2.6 · Die neue Endowment-Steuer 16
2.7 · Harvard und Yale im Vergleich 16

Systemarchitektur 18

3.1 · Eine eigene Gesellschaft seit 1974 19
3.2 · Das Hybridmodell 19
3.3 · 2005 bis 2016: Wechsel an der Spitze, Modell unverändert 19
3.4 · Der Bruch von 2017 19
3.5 · Risikobudget statt Zielallokation 20
3.6 · Harvard und Yale im Vergleich 20

Investmentstrategie und Portfolio 22

4.1 · Das Portfolio in Zahlen 23
4.2 · Private Equity: der lange Aufbau 24

4.3 · Hedgefonds als Stoßdämpfer ... 24
4.4 · Der Rückzug aus Immobilien und Rohstoffen ... 25
4.5 · Risiko nach dem Maß des Haushalts ... 25
4.6 · Harvard und Yale im Vergleich ... 25

Governance und ESG ... 27

5.1 · Wer entscheidet ... 28
5.2 · Sieben Wechsel in zwölf Jahren ... 28
5.3 · Was die Zahlen zeigen und was nicht ... 29
5.4 · Vergütung am Gesamtergebnis ... 29
5.5 · Klima und fossile Energie ... 30
5.6 · Druck von außen seit 2025 ... 30

Ergebnisse und Leistungsprofil ... 32

6.1 · 26 Jahre in Zahlen ... 33
6.2 · Die lange Sicht: 20 Jahre ... 34
6.3 · Harvard gegen den Durchschnitt ... 35
6.4 · Das Ziel und die Wirklichkeit ... 36
6.5 · Was die Zahlen tragen ... 36

Cluster-Vergleich Harvard gegen Yale ... 38

7.1 · Die Grundlage des Vergleichs ... 39
7.2 · Das Gesamtbild ... 39
7.3 · Die Phasen ... 41
7.4 · Warum hinkt Harvard Yale hinterher? ... 42
7.5 · Was sagt das über Yale? ... 43
7.6 · Person oder Zyklus ... 43

Bewertung, Übertragbarkeit und Fazit ... 44

8.1 · Sieben Dimensionen der Systemqualität ... 45
8.2 · Übertragbarkeit und Gesamtscore ... 46
8.3 · Die Antworten auf die zwei Forschungsfragen ... 48

8.4 · Was Institutionen im deutschsprachigen Raum daraus lernen können 49
8.5 · Fazit 49

KAPITEL 01

Executive Summary

Kernaussage: In den Geschäftsjahren 2000 bis 2025 erzielte Harvard 9,05 % pro Jahr gegenüber 11,19 % bei Yale, ein Rückstand von 2,14 Prozentpunkten pro Jahr. Die gemessene Schwankung war mit 12,1 gegenüber 12,9 Prozentpunkten geringfügig niedriger; sie zeigt vor allem die Schwankung der berichteten Bewertungen, nicht das wirtschaftliche Risiko. Im Zeitraum 2022 bis 2025 lag Harvard um 0,74 Prozentpunkte pro Jahr vorn. Dieser Zeitraum beginnt mit dem Ende der Ära Swensen und zugleich mit der Neubewertung privater Märkte nach dem renditestärksten Jahr der Reihe (2021). Welcher der beiden Einflüsse den Ausschlag gibt, lässt sich mit den vorliegenden Daten nicht trennen. Bezieht man 2021 ein, liegt Yale weiterhin vorn (2021 bis 2025: 11,06 % gegenüber 10,61 % pro Jahr).

1.1 · Die Fragen

Warum hinkt Harvard Yale hinterher? Und als zweite Frage: **Was sagt das über Yale?**

1.2 · Zahlen-Snapshot per 30. Juni 2025

Kennzahl	Wert
Marktwert Endowment	56,9 Mrd. USD
Rendite GJ 2025	11,9 %
Rendite pro Jahr, GJ 2000 bis 2025	9,05 % (Yale 11,19 %)
Rendite pro Jahr über 8 Jahre bis 2025	9,6 %
Rendite pro Jahr über 25 Jahre bis 2025	8,2 % (ø der US-Hochschul-Endowments 6,6 %)
Zielrendite	8 % (rund 5 % Ausschüttung, rund 3 % Inflation)
Ausschüttung an die Universität GJ 2025	2,5 Mrd. USD
Anteil an den operativen Erträgen	37 % (Yale 34 %)
Widmungen	rund 14.765
Anteil mit Spenderauflagen	82,0 %
Private Equity · Hedgefonds · Aktien börsennotiert	41 % · 31 % · 14 %
Neue Spenden ins Endowment GJ 2025	364 Mio. USD, rund 0,6 % des Marktwerts
Leitung	HMC seit 1974, CEO N. P. Narvekar seit 5. Dezember 2016

1.3 · Fünf Achsen, fünf Befunde

- **Mandat (Kapitel 2):** Die Ausschüttung des Endowments deckte im Geschäftsjahr 2025 37,4 % der operativen Erträge der Universität. Nach Angabe der HMC stieg ihr Anteil am Haushalt in rund zwanzig Jahren von 21 % auf knapp 40 %. Der Vermögenszuwachs der Geschäftsjahre 2006 bis 2025 stammte überwiegend aus dem Anlageergebnis; neue Spenden deckten nur knapp ein Viertel der Ausschüttung.
- **Architektur (Kapitel 3):** Mit dem Umbau ab 2017 ersetzte Harvard das Hybridmodell aus internen Teams und externen Managern durch ein Generalisten-Modell mit Vergütung am Gesamtergebnis und näherte sich damit im Kern dem Ansatz Yales an.
- **Portfolio (Kapitel 4):** Der Private-Equity-Anteil stieg von 16 % (1. Juli 2017) auf 41 % (30. Juni 2025). Das Portfoliorisiko liegt nach Angabe der HMC dennoch unter dem vieler privater Hochschul-Endowments, begründet mit der wachsenden Abhängigkeit des Haushalts vom Endowment.
- **Governance (Kapitel 5):** Zwischen 2005 und 2016 sieben Personen an der Spitze der HMC. Ein ursächlicher Zusammenhang mit der Underperformance zu Yale ist daraus nicht ableitbar: Harvard lag bereits 2000 bis 2005 unter durchgehender Führung 3,24 Prozentpunkte pro Jahr zurück, in den Wechseljahren 2010 bis 2016 mit 2,98 Prozentpunkten in ähnlicher Größenordnung.

- **Ergebnis (Kapitel 6 und 7):** In den Geschäftsjahren 2000 bis 2025 lag Harvard mit 9,05 % gegenüber 11,19 % pro Jahr um 2,14 Prozentpunkte hinter Yale, bei geringfügig niedrigerer gemessener Schwankung. Bis 2021 lag Yale in jeder Phase vorn, um 1,95 bis 3,24 Prozentpunkte pro Jahr. Im Zeitraum 2022 bis 2025 lag Harvard um 0,74 Prozentpunkte pro Jahr vorn; der Zeitraum ist für eine belastbare Aussage noch kurz. Gegenüber dem Durchschnitt der US-Hochschul-Endowments erzielte Harvard über 25 Jahre einen Vorsprung von 1,6 Prozentpunkten pro Jahr (8,2 % gegenüber 6,6 %). Seit dem Umbau 2017, unter durchgehender Führung, verringerte sich der Rückstand auf 0,71 Prozentpunkte pro Jahr *(2017 bis 2025, Kapitel 8.3)*.

1.4 · Bewertung und Fazit

Harvard erreicht in der Systemqualität 22 von 35 Punkten und in der Übertragbarkeit 12 von 20 Punkten, gesamt 3,09 von 5 *(Kapitel 8)*. Der Wert liegt knapp über der unteren Grenze des Qualitätsbands „Funktional“ im Standard der Reihe. Am höchsten bewertet sind Mandatsklarheit, Investment-Prozessreife und ESG-Integration (je 4 Punkte), am niedrigsten Transparenz und Kosten-Effizienz (je 2 Punkte).

Der Rückstand auf Yale bestand bereits vor den Führungswechseln an der Spitze der HMC und lässt sich durch sie nicht allein erklären. Als Erklärung kommen das Modell, die Allokation und der Zugang zu Managern in Frage; die veröffentlichten Daten erlauben keine Zerlegung der Renditen nach Allokation, Managerauswahl und Kosten und können diese drei deshalb nicht voneinander trennen. Seit Harvards Umstellung 2017 hat sich der Abstand verringert, seit 2022 liegt Harvard vorn. Ob das am neuen Modell liegt oder an der Neubewertung privater Märkte nach 2021, lässt sich nach vier Jahren nicht beantworten. Gemessen am Durchschnitt der US-Hochschul-Endowments liegt Harvard über 25 Jahre um 1,6 Prozentpunkte pro Jahr vorn *(Kapitel 6)*.

Für Institutionen im deutschsprachigen Raum liegt der Wert der Harvard-Strategie weniger im Portfolio als in der allgemeinen Konstruktion: in der Ausschüttungsregel, im Risikobudget nach der Tragfähigkeit des Trägers, in der Kontinuität der Führung und in der Liquiditätsplanung *(Kapitel 8)*.

Zitierweise: FR = Harvard University Financial Report, HMC = Annual Report der Harvard Management Company, jeweils mit Geschäftsjahr (FY). NCSE-S = NACUBO-Commonfund, Summary and Key Insights from the 2025 NCSE. Seitenangaben nennen die Seite der veröffentlichten PDF-Datei.

KAPITEL 02

Hintergrund und Mandat

Kernaussage: Über 80 % des Marktwerts des Endowments (56,9 Mrd. USD per 30. Juni 2025) sind durch Spenderauflagen zweckgebunden, frei verfügbar sind weniger als 5 %. Die Ausschüttung deckte im Geschäftsjahr 2025 37,4 % der operativen Erträge der Universität und war damit deren größte Einnahmequelle. Nach Angabe der HMC im Bericht für das Geschäftsjahr 2024 stieg ihr Anteil am Universitätshaushalt in rund zwanzig Jahren von 21 % auf knapp 40 %. Die beiden Angaben stammen aus verschiedenen Berichten und weichen voneinander ab *(Kapitel 2.3)*.

2.1 · Von 400 Pfund zur Stiftungsuniversität

Die Gründung Harvards beruht auf öffentlichen Mitteln. Am 28. Oktober 1636 bewilligte der Great and General Court der Massachusetts Bay Colony 400 Pfund für „a schoale or colledge“. Zwei Jahre später vermachte der Geistliche John Harvard der Hochschule seine Bibliothek mit rund 400 Büchern und die Hälfte seines Vermögens. In der Darstellung der Universität gilt er als „the first major benefactor“, ausdrücklich nicht als Gründer. 1639 wurde die Hochschule nach ihm benannt.

Den ersten Fonds, der ausdrücklich auf Dauer angelegt war, stiftete 1643 Ann Radcliffe, Lady Mowlson: 100 Pfund als „perpetuall stipend“ für einen bedürftigen Studenten. Harvard führt ihn als ersten Stipendienfonds der Hochschule. Die Charta von 1650 begründete die Harvard Corporation mit einem Treasurer; die Corporation beschließt bis heute über die Ausschüttung des Endowments (Abschnitt 2.4). Seit 1974 verwaltet eine eigens gegründete Gesellschaft, die Harvard Management Company (HMC), das Vermögen (Abschnitt 3.1). Entscheidung über die Ausschüttung und Verwaltung des Vermögens liegen damit bei zwei getrennten Stellen.

2.2 · Ein Vermögen aus 14.765 Widmungen

Per 30. Juni 2025 hatte das Endowment einen Marktwert von 56,9 Mrd. USD. Es besteht aus rund 14.765 Widmungen: Harvard führt jede Zustiftung als eigenen Fonds mit eigenem Zweck. Investmentfonds sind damit nicht gemeint, angelegt werden alle Widmungen gemeinsam in einem Pool *(Kapitel 3.1)*. Über 80 % des Marktwerts sind durch Spenderauflagen an bestimmte Zwecke gebunden, etwa an Professuren, Stipendien oder einzelne Fakultäten. Die übrigen 18 % sind flexibler, aber meist einer Fakultät oder Einheit zugeordnet; vollständig frei verfügbar sind weniger als 5 % des Endowments *(FR FY25, S. 9 und S. 10)*.

Anlage und Verwendung folgen damit unterschiedlichen Logiken: HMC verwaltet die Fonds als ein gemeinsames Portfolio, die Universität verwendet die Ausschüttung dagegen fondsweise entsprechend der jeweiligen Zweckbestimmung. Der Marktwert des Endowments ist deshalb kein Maß für die frei verfügbaren Mittel der Universität.

2.3 · Das Endowment im Haushalt der Universität

Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Harvard operative Erträge von 6,68 Mrd. USD:

Quelle	Mio. USD	Anteil
Ausschüttung aus dem Endowment	2.499	37,4 %
Studierende, netto	1.439	21,5 %
Forschungsförderung	973	14,6 %
Sonstige Erträge	849	12,7 %
Spenden zur laufenden Verwendung	629	9,4 %
Übrige Anlageerträge	293	4,4 %
Operative Erträge gesamt	**6.682**	**100 %**

Quelle: Harvard University Financial Report FY25, S. 18. Anteile gerechnet.

Die Ausschüttung aus dem Endowment ist damit die größte einzelne Ertragsquelle; sie übersteigt die Nettoerträge aus dem Studienbetrieb um rund 1,1 Mrd. USD. Dennoch schloss die Universität das Geschäftsjahr mit einem operativen Fehlbetrag von 113 Mio. USD ab *(FR FY25, S.* 6). Die operativen Ausgaben stiegen von 6,43 Mrd. USD im Geschäftsjahr 2024 auf 6,79 Mrd. USD, um 5,7 %; 2024 hatte die Universität noch einen Überschuss von 45 Mio. USD ausgewiesen (FR FY25, S. 18*)*. Als einen Faktor nennt der Bericht den Rückgang der Forschungsförderung des Bundes: Sie sank nach Kündigungen und Aussetzungen von Förderverträgen im Frühjahr 2025 auf 629 Mio. USD *(FR FY25, S. 7)*.

Die Abhängigkeit des Haushalts vom Endowment hat im Zeitverlauf zugenommen. Nach Angabe der HMC lag der Anteil der Endowment-Ausschüttung am Haushalt vor rund zwanzig Jahren bei 21 %, vor rund zehn Jahren bei 31 % und zuletzt bei knapp 40 % *(HMC FY24, S. 2)*. Im Bericht für das Geschäftsjahr 2025 beziffert die HMC den Anteil der Endowment-Ausschüttung an den operativen Erträgen auf knapp 40 % *(HMC FY25, S. 1)*, der Financial Report auf 37 % *(FR FY25, S. 10)*; die Abweichung erläutern die Berichte nicht. Unter Einbezug der Spenden zur laufenden Verwendung stieg der Anteil der Philanthropie an den Einnahmen von 28 % im Jahr 1995 auf 46 % im Jahr 2025 *(FR FY25, S. 8)*.

2.4 · Die Ausschüttungspolitik: jährlicher Beschluss statt Formel

Über die Ausschüttung entscheidet die Harvard Corporation jedes Jahr im Herbst für das folgende Geschäftsjahr, als einheitlichen Satz für alle Widmungen. 2025 entsprach er 4,9 % des Marktwerts des gemeinsamen Pools zu Beginn des Geschäftsjahres *(FR FY25, S. 34)*. Ziel ist, den realen Wert des Endowments zu erhalten und zugleich einen „predictable stream of available income“ zu sichern. Als Richtwert nennt Harvard einen Korridor von 5,0 bis 5,5 % des Marktwerts, im aktuellen Bericht knapper „generally … 5%“. Daneben beschließt die Corporation einmalige Entnahmen für strategische Vorhaben, 2025 waren es 47,8 Mio. USD.

In der Praxis schwankte die gesamte Ausschüttungsquote zwischen 2007 und 2025 zwischen 4,2 % und 6,1 %. Den Höchstwert erreichte sie 2010, im Jahr nach dem Einbruch von 2009, den Tiefstwert 2022, nach dem Rekordjahr 2021. Die Quote bezieht sich auf den Marktwert zu Jahresbeginn. Da die Ausschüttung in

absoluten Beträgen dem Marktwert nur gedämpft folgt, verhält sich die Quote antizyklisch: Sie steigt nach Wertverlusten und sinkt nach starken Anlagejahren.

Yale regelt dieselbe Aufgabe mit einer festen Formel: Die Ausschüttung eines Jahres setzt sich aus 80 % der Vorjahresausschüttung und 20 % der langfristigen Zielquote von 5,25 % zusammen, angewandt auf den Marktwert zu Beginn des Vorjahres. Der so ermittelte Betrag wird um die Inflation und eine Steuerkomponente angepasst und so begrenzt, dass die Ausschüttungsquote zwischen 4,0 % und 6,5 % liegt *(Yale Financial Report FY2025, S. 18)*. Beide Universitäten glätten die Ausschüttung damit über die Zeit, Harvard jedoch diskretionär durch Beschluss, Yale regelgebunden durch eine Formel. Eine veröffentlichte Glättungsformel findet sich in keinem der für diese Studie ausgewerteten Harvard-Berichte.

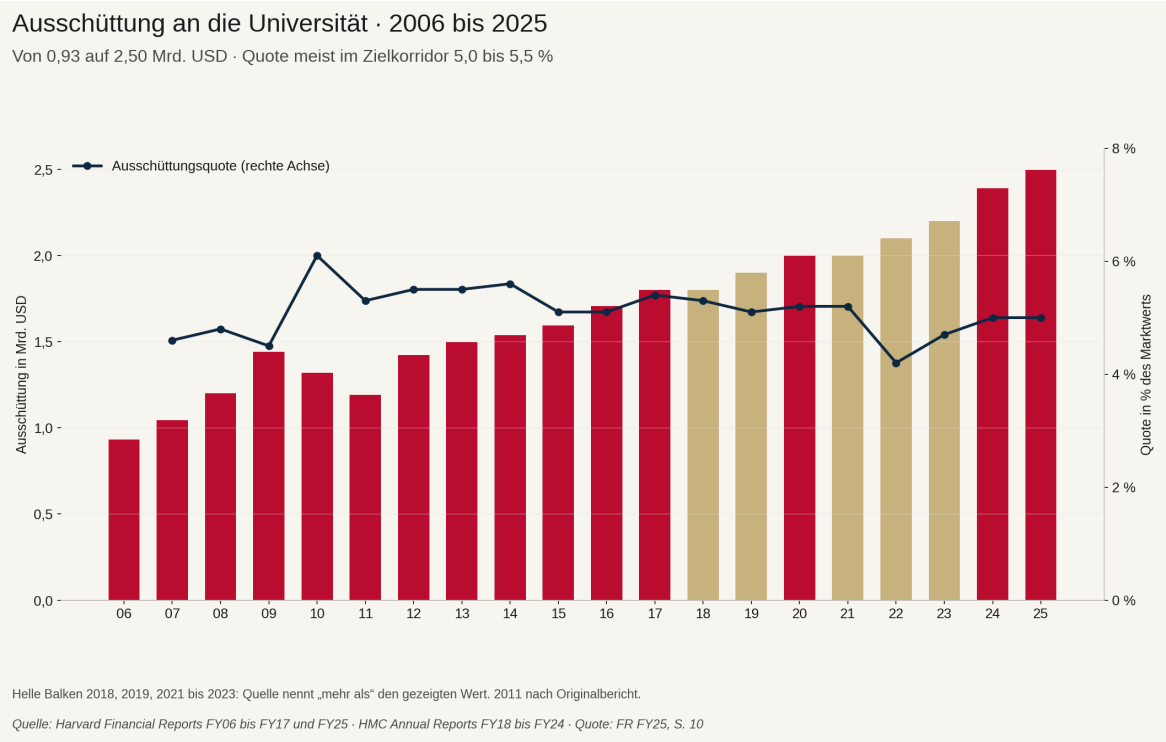

Abbildung 1 Ausschüttung an die Universität 2006 bis 2025 · Anstieg von 0,93 auf 2,50 Mrd. USD, Quote zwischen 4,2 und 6,1 %.

2.5 · Ein Vermögen, das aus Erträgen wächst

Zwischen dem 30. Juni 2005 und dem 30. Juni 2025 wuchs das Endowment von 25,85 auf 56,93 Mrd. USD. Die Zerlegung der Vermögensveränderung zeigt die Beiträge der einzelnen Komponenten, getrennt vor und nach dem Umbau von 2017:

Mrd. USD	GJ 2006 bis 2017	GJ 2018 bis 2025	GJ 2006 bis 2025
Anlageergebnis	+23,97	+31,88	+55,85
Ausschüttung an die Universität	−16,68	−17,02	−33,71
Neue Spenden ins Endowment	+3,88	+4,07	+7,95
Übrige Posten	+0,07	+0,91	+0,99
Zuwachs	**+11,24**	**+19,83**	**+31,08**

Quelle: Statements of Changes in Net Assets of the Endowment, Financial Reports FY06 bis FY25, GJ 2024 aus der Vorjahresspalte FY25; eigene Berechnung. Der Zuwachs 2018 bis 2025 ist aus den Marktwerten gerechnet, die gerundeten Teilbeträge ergeben 19,84.

Neue Spenden brachten 2006 bis 2017 im Schnitt 323 Mio. USD pro Jahr, rund 1 % des Vermögens, 2018 bis 2025 im Schnitt 509 Mio. USD. In beiden Zeiträumen deckten sie knapp ein Viertel der Ausschüttung (23 % und 24 %), in den Geschäftsjahren 2024 und 2025 nur noch rund 15 %. Der übrige Teil der Ausschüttung muss, soll der reale Vermögenswert erhalten bleiben, aus dem Anlageergebnis finanziert werden. Die Finanzierung des Universitätshaushalts ist damit in hohem Maß vom Anlageerfolg der HMC abhängig.

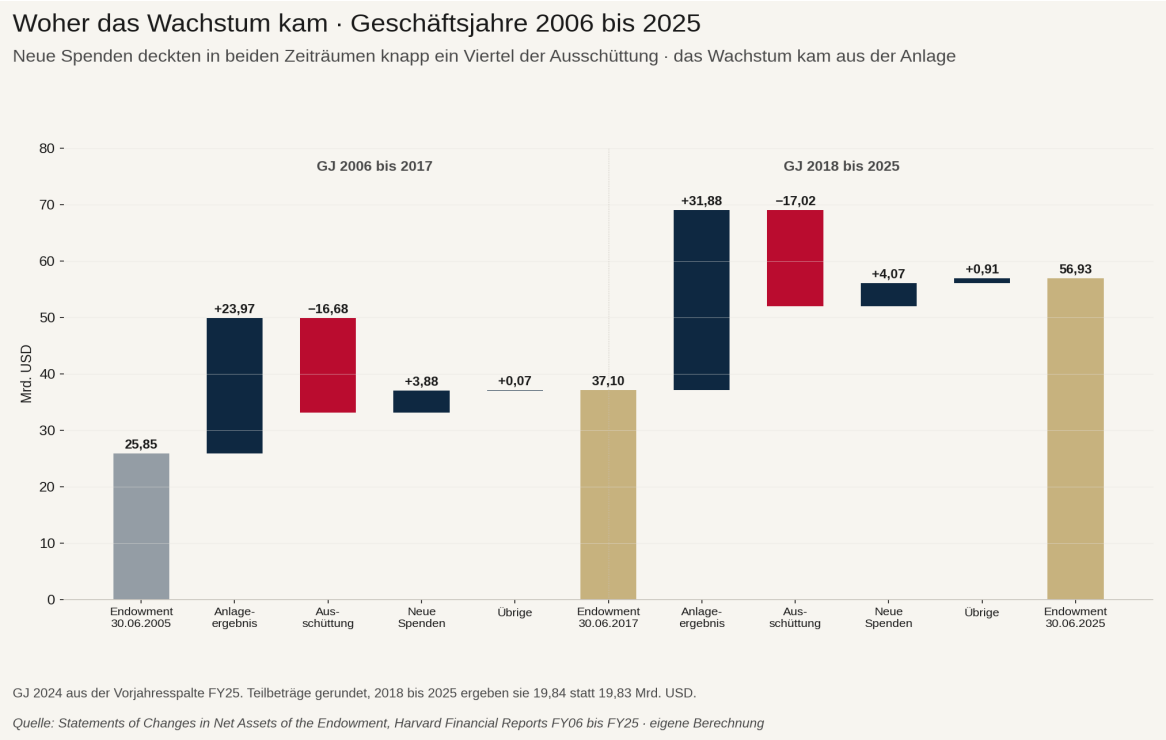

Abbildung 2 Woher das Wachstum kam, Geschäftsjahre 2006 bis 2017 und 2018 bis 2025 · Neue Spenden deckten in beiden Zeiträumen knapp ein Viertel der Ausschüttung.

2.6 · Die neue Endowment-Steuer

Große private US-Universitäten unterliegen bislang einer Bundessteuer von 1,4 % auf die Nettoanlageerträge ihres Endowments. Mit der Gesetzesänderung von 2025 steigt der Satz gestaffelt auf bis zu 8 %. Erfasst werden nach Harvards Angaben Universitäten mit mehr als 3.000 Studierenden, die Studiengebühren zahlen, und einem Vermögen von mehr als 500.000 USD je Studierendem; für Harvard gilt die Neuregelung frühestens ab dem Geschäftsjahr 2027 *(Harvard Financial Administration, Endowment Tax FAQs)*. Harvard bezeichnet dies als „substantial increase“ *(FR FY25, S. 4)*, veröffentlicht auf seiner Informationsseite jedoch keine eigene Schätzung der jährlichen Belastung.

2.7 · Harvard und Yale im Vergleich

	Harvard	Yale
Anteil der Ausschüttung an den operativen Erträgen 2025	37 %	34 %
Ausschüttungsregel	Jährlicher Beschluss der Corporation, Korridor 5,0 bis 5,5 %	Formel 80/20, Zielquote 5,25 %
Anteil mit Spenderbindung am Endowment („with donor restrictions“)	82,0 %	83,3 %
Zahl der Widmungen (gewidmete Fonds im gemeinsamen Anlagepool)	rund 14.765	rund 8.900

Quellen: FR FY25, S. 9, S. 10 und S. 19; Yale Financial Report FY2025, S. 13 und S. 59; Studie 002 dieser Reihe. Anteil mit Spenderbindung jeweils „with donor restrictions“ am Endowment per 30.06.2025, eigene Berechnung. Die Kategorie umfasst zweck- und zeitgebundene Mittel einschließlich der Wertzuwächse dieser Fonds, solange sie nicht zur Ausgabe freigegeben sind (FR FY25, S. 21). Die Zahl der Einzelfonds bildet die Widmungsstruktur auf der Ausgabenseite ab, nicht die Anlage, und ist zwischen den Universitäten nur eingeschränkt vergleichbar, da Fonds unterschiedlich zusammengefasst werden können.

2010 war das Verhältnis umgekehrt: Bei Harvard lag der Anteil bei 35 %, bei Yale bei 41 % *(FR FY10, S. 5; Yale Report FY2010, S. 6)*. Die Werte für 2010 sind nur eingeschränkt vergleichbar, da sich Yales Angabe auf die Gesamteinnahmen, Harvards auf die operativen Erträge bezieht. Die Richtung der Entwicklung ist dennoch eindeutig: 2025 ist Harvards Haushalt stärker vom eigenen Vermögen abhängig als jener Yales.

QUELLEN

- Harvard University: History und Timeline, harvard.edu/about/history, abgerufen 30.09.2026
- Harvard University Financial Reports FY06 bis FY17 und FY25
- Harvard Management Company, Annual Report FY24
- Harvard Financial Administration: Endowment Tax FAQs, finance.harvard.edu, abgerufen 30.09. und 08.10.2026

- Harvard Gazette, This Month in Harvard History, Mai 2008; Harvard College, History of Financial Aid, abgerufen 30.09.2026
- Yale University: Yale Endowment Report FY2010; Financial Report 2024–2025
- Studie 002 dieser Reihe: Yale Endowment

KAPITEL 03

Systemarchitektur

Kernaussage: Bis 2016 kombinierte die HMC intern verwaltete Mandate mit externen Managern (Hybridmodell). Ab 2017 ging sie zu einem Modell über, in dem die Anlage überwiegend an externe Manager delegiert ist und ein Generalisten-Team die Verantwortung für das Gesamtportfolio trägt; organisatorisch entspricht dies dem Grundprinzip des Yale-Modells. Der Personalstand von 230 sollte nach der Ankündigung vom Januar 2017 bis Jahresende etwa halbiert werden. Bis 2020 war der Umbau vollzogen: Die internen Plattformen wurden geschlossen oder als eigene Firmen ausgegliedert *(Kapitel 3.4)*.

3.1 · Eine eigene Gesellschaft seit 1974

Seit 1974 verwaltet die Harvard Management Company *(HMC)* das Endowment als eigene, der Universität gehörende Gesellschaft. Sie legt die rund 14.765 Widmungen als ein gemeinsames Portfolio an, den General Investment Account. Die Universität entscheidet über Zweck und Höhe der Ausschüttung, HMC verantwortet die Anlage. Eine vergleichbare funktionale Trennung von Mittelverwendung und Vermögensverwaltung besteht auch in Yale mit dem Yale Investments Office. Der wesentliche Unterschied lag lange in der Frage, ob das Vermögen intern oder durch externe Manager angelegt wird.

3.2 · Das Hybridmodell

Über Jahrzehnte kombinierte HMC intern verwaltete Mandate mit Mandaten externer Manager. Der Financial Report 2006 führt diese Kombination („a mix of both internal and external investment management capabilities“) ausdrücklich als einen der Gründe für die langjährige Überrendite *an* (FR FY06, S. 25)*. Den Anteil des intern verwalteten Vermögens weisen die ausgewerteten Harvard-Berichte nicht aus*.

Eine strukturelle Schwäche des Modells wurde 2005 sichtbar: seine Abhängigkeit von einzelnen Personen und Teams. Mit dem Abgang von Jack Meyer verließen auch mehrere interne Teams die HMC, darunter die Anleihen-Teams sowie Mitarbeiter aus Abwicklung, Risikomanagement und Technik. Der neue CEO beschrieb 2006 eine „important period of transition triggered by the significant turnover in staff“ *(FR FY06, S. 29)*.

3.3 · 2005 bis 2016: Wechsel an der Spitze, Modell unverändert

Nach dem Abgang von Jack Meyer standen bis Dezember 2016 sieben Personen an der Spitze der HMC, drei davon als Übergangslösung *(Kapitel 5.2)*. Die Organisationsform mit eigenen Anlageteams blieb in diesem Zeitraum im Kern unverändert; die Instabilität betraf die Führung, nicht das Modell. Erst im Juni 2016 verkleinerte die Interimsführung das interne Aktienteam und kündigte an, stärker auf ausgewählte externe Manager zu setzen *(FR FY16, S. 13)*.

3.4 · Der Bruch von 2017

Am 5. Dezember 2016 trat N. P. Narvekar als CEO an. Im Januar 2017 kündigte er eine grundlegende Reorganisation an *(HMC Brief Jan. 2017, S. 1 und 2)*:

- Der Personalstand von 230 sollte bis Ende 2017 etwa halbiert werden. Eine Mitarbeiterzahl veröffentlicht die HMC seither nicht; laut Harvard Crimson beschäftigte sie im Juli 2026 119 Personen, davon 20 Managing Directors.
- Die Aufteilung nach Anlageklassen mit eigenen Teams, von Narvekar als „silo investment approach“ bezeichnet, wurde durch ein Generalisten-Modell ersetzt, in dem alle Anlageprofis Verantwortung für das ganze Portfolio tragen.

- Die Vergütung sollte sich künftig an der Rendite des gesamten Endowments ausrichten, nicht an der einzelnen Anlageklasse.

Im Jahresbericht vom September 2017 meldete HMC die Umsetzung der wesentlichen Schritte *(HMC FY17, S. 2)*: Die Relative-Value-Plattform und die intern verwaltete Aktienplattform waren geschlossen. Das Kreditteam und das Team für direkte Immobilienanlagen sollten als externe Manager ausgegliedert werden. Lediglich Natural Resources wurde vorerst weiter intern verwaltet. Bis 2020 war das umgesetzt. Früh im Geschäftsjahr 2018 gliederte die HMC zwei Relative-Value-Plattformen aus, das interne Immobilienteam wechselte zu Bain Capital und verwaltet seither weiter Kapital für Harvard, im Frühjahr 2018 folgte die Kreditplattform *(HMC FY18, S. 2)*. 2020 wurde auch das Natural-Resources-Team als eigene Firma, Solum Partners, ausgegliedert; zugleich verkaufte die HMC rund 50 % eines Agrar-Portfolios an einen weiteren Investor *(HMC FY20, S. 3)*. Auf das Natural-Resources-Portfolio hatte die HMC schon vor und im Geschäftsjahr 2017 Abwertungen vorgenommen; die Abwertungen 2017 belasteten das Ergebnis nach eigener Angabe spürbar *(HMC FY17, S. 5)*.

3.5 · Risikobudget statt Zielallokation

Mit dem Umbau gab HMC auch ihr bisheriges Steuerungsinstrument auf. An die Stelle eines Policy Portfolios mit festen Zielquoten trat ein Rahmen, der das Portfolio nach Risikobeiträgen statt nach Anlageklassen betrachtet *(HMC FY17, S. 3 und 4)*. Narvekar begründete dies damit, dass sich ein gegebenes Risikoprofil durch eine Vielzahl unterschiedlicher Allokationen abbilden lasse; formalen Optimierungsrechnungen stehe er „highly skeptical“ gegenüber. Methodisch verlagerte sich die Steuerung damit von der Kapital- auf die Risikoebene.

Kurz nach dem Jahresbericht 2020 meldete HMC den Abschluss der fünfjährigen Umstellung, nach eigener Angabe mehr als ein Jahr vor Plan *(HMC FY21, S. 4; HMC FY23, S. 1)*.

3.6 · Harvard und Yale im Vergleich

	Harvard bis 2016	Harvard ab 2017	Yale
Wer legt an	Mischung aus eigenen Teams und externen Managern	Überwiegend externe Manager, Generalisten im Haus	Externe Manager *(Studie 002)*
Steuerung	Policy Portfolio je Anlageklasse	Risikobudget, kein Policy Portfolio	Bandbreite robuster Allokationen aus Mean-Variance-Optimierung, keine punktgenaue Zielallokation *(Studie 002, Kapitel 4)*
Personal	230 (Januar 2017)	laut Presse 119 (Juli 2026)	rund 50, davon rund 30 Investment-Professionals *(Studie 002)*

Quellen: FR FY06, S. 25; HMC Brief Jan. 2017; HMC FY17, S. 2 bis 4; Harvard Crimson, 9. Juli 2026 (Presse); Studie *002 dieser Reihe.*

Organisatorisch hat sich Harvard damit seit 2017 dem Prinzip angenähert, nach dem Yale seit Jahrzehnten arbeitet: Auswahl und Überwachung externer Manager statt eigener Anlageteams. In der Steuerung

bleiben die Ansätze verschieden, Harvard arbeitet mit einem Risikobudget, Yale mit einer Bandbreite optimierter Allokationen.

QUELLEN

- Harvard University Financial Reports FY06 und FY16
- Harvard Management Company: Message from the CEO, Januar 2017; Annual Reports FY17, FY21, FY23
- Harvard Gazette, Januar 2017, „Course change for Harvard Management Company“, abgerufen 30.09.2026
- Studie 002 dieser Reihe: Yale Endowment

KAPITEL 04

Investment-strategie und Portfolio

Kernaussage: Zwischen dem 1. Juli 2017 und dem 30. Juni 2025 stieg der Private-Equity-Anteil von 16 % auf 41 %, der Anteil börsennotierter Aktien sank von 31 % auf 14 %, jener der Hedgefonds stieg von 21 % auf 31 %. Das Portfoliorisiko liegt nach Angabe der HMC dennoch unter dem vieler privater Hochschul-Endowments, begründet mit der wachsenden Abhängigkeit des Haushalts vom Endowment. Private Equity war bereits vor 2017 Teil des Portfolios (strategische Allokation 20 % im Geschäftsjahr 2016). Yale verfolgt dieselbe Richtung: Nach eigener Angabe sind rund 91 % seines Endowments in Anlagen mit aktienähnlicher Renditeerwartung investiert *(Kapitel 4.6)*.

4.1 · Das Portfolio in Zahlen

Anlageklasse	1. Juli 2017	30. Juni 2025
Aktien, börsennotiert	31 %	14 %
Private Equity	16 %	41 %
Hedgefonds	21 %	31 %
Immobilien	13 %	5 %
Natural Resources	6 %	in Sonstige Realwerte
Anleihen und inflationsgeschützte Anleihen	8 %	4 %
Sonstige Realwerte	2 %	3 %
Cash	3 %	3 %

Quellen: HMC FY18, S. 1 (Stand 1. Juli 2017); HMC FY25, S. 1 (Stand 30. Juni 2025). Summe 2025 laut Quelle wegen Rundung über 100 %.

Drei Verschiebungen prägen den Zeitraum: Der Anteil von Private Equity hat sich mehr als verdoppelt, jener börsennotierter Aktien mehr als halbiert. Immobilien sanken von 13 % auf 5 %, Natural Resources werden 2025 nicht mehr gesondert ausgewiesen, sondern unter den sonstigen Realwerten geführt. Insgesamt verlagerte sich das Gewicht damit von börsennotierten zu privaten und weniger liquiden Anlagen.

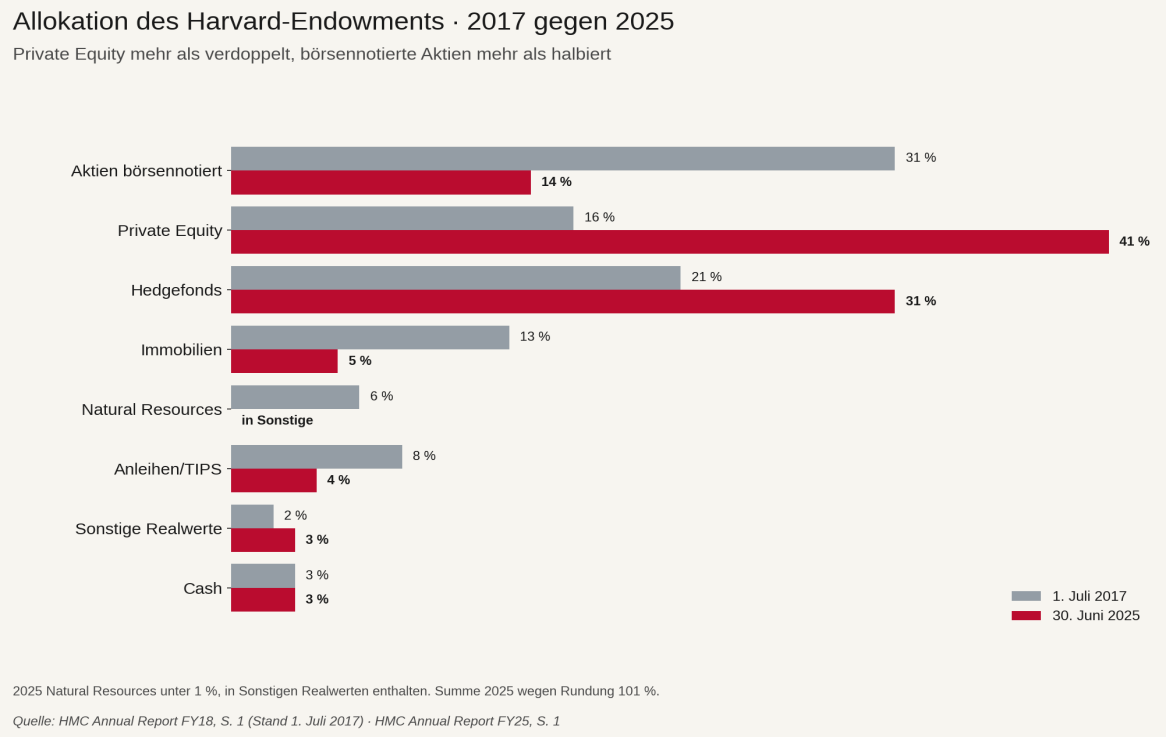

Abbildung 3 Allokation 2017 gegen 2025 · Private Equity von 16 auf 41 %, börsennotierte Aktien von 31 auf 14 %.

4.2 · Private Equity: der lange Aufbau

Den Aufbau legte die HMC bewusst langfristig an. Nach Darstellung Narvekars aus dem Jahr 2019 veranschlagte sie zu Beginn seiner Amtszeit sieben bis neun Jahre, um die Private-Equity-Quote „in a prudent manner“ deutlich zu erhöhen *(HMC FY19, S. 3)*. Der lange Zeitraum ergibt sich aus der Struktur der Anlageklasse: Anders als börsennotierte Aktien lässt sich Private Equity nur über mehrere Jahre aufbauen und vor Ende der Fondslaufzeit nur über den Sekundärmarkt veräußern *(Kapitel 4.4)*. Das Kapital wird über mehrere Jahre in Fonds zugesagt und von den Managern erst schrittweise abgerufen; die Ist-Quote folgt den Zusagen daher mit Verzögerung.

Private Equity war bereits vor 2017 Teil des Portfolios: Für das Geschäftsjahr 2016 lag die strategische Allokation bei 20 % *(FR FY16, S. 10)*. Dieser Wert ist eine Zielquote, die 16 % zum 1. Juli 2017 sind eine Ist-Quote. Da sich beide Werte auf unterschiedliche Größen beziehen, lässt sich aus ihnen kein Rückgang ableiten.

Per 30. Juni 2025 verteilten sich die 41 % wie folgt *(HMC FY25, S. 1)*:

Private Equity	Anteil am Endowment
Buyout	13 %
Growth Buyout	4 %
Venture Capital	14 %
Growth Venture	10 %

Venture Capital und Growth Venture machen zusammen 24 % des Endowments aus und damit mehr als die Hälfte des Private-Equity-Anteils; auf Buyout und Growth Buyout entfallen 17 %. Auf den Private-Equity-Anteil von 41 % umgerechnet sind das rund 59 % Venture und 41 % Buyout. Yale weist zum 30. Juni 2025 Venture und Buyout im Verhältnis von rund 55 zu 45 aus, in einer Tabelle, die die Anlagen der gesamten Universität umfasst und nicht nur das Endowment *(Yale Financial Report FY2025, S. 38)*. Beide Häuser setzen innerhalb von Private Equity damit stärker auf Venture als auf Buyout, Harvard etwas deutlicher.

4.3 · Hedgefonds als Stoßdämpfer

Im selben Zeitraum stieg die Hedgefonds-Quote von 21 % auf 31 %. Die HMC begründete den Aufbau ausdrücklich mit der Risikosteuerung: Eine große Hedgefonds-Allokation sei „a way to mitigate risk“ gewesen, während die HMC in der Aufbauphase von Private Equity und Venture Capital die offenen Kapitalzusagen deutlich erhöhte *(HMC FY21, S. 3)*. Per 30. Juni 2025 entfielen von den 31 % 16 Prozentpunkte auf Strategien, die die HMC als „uncorrelated“ bezeichnet, 9 Prozentpunkte auf Long/Short sowie je 3 Prozentpunkte auf Multi-Strategy und Kredit *(HMC FY25, S. 1)*. Nach dieser Begründung erfüllten die Hedgefonds im Umbau vor allem eine stabilisierende Funktion neben den wachsenden illiquiden Positionen.

4.4 · Der Rückzug aus Immobilien und Rohstoffen

Nach Angabe der HMC machten Immobilien und Natural Resources im Geschäftsjahr 2018 zusammen noch 25 % des Portfolios aus, 2024 nur noch 6 % *(HMC FY24, S. 1)*. Die Allokationstabelle in Kapitel 4.1 weist zum 1. Juli 2017 für beide Klassen zusammen 19 % aus, mit den sonstigen Realwerten 21 %; wie die HMC die 25 % abgrenzt, erläutert der Bericht nicht. Beide Bereiche waren unter dem Hybridmodell teilweise intern verwaltet worden; das Team für direkte Immobilienanlagen wechselte 2018 zu Bain Capital, das Natural-Resources-Team wurde 2020 als Solum Partners ausgegliedert (HMC FY18, S. 2; HMC FY20, S. 3; Kapitel *3.4)*.

Für den Abbau nutzte die HMC den Sekundärmarkt, also den Verkauf bestehender Fondsanteile an andere Investoren. Die HMC bezeichnet ihn als strategisches Instrument: Erstmals eingesetzt wurde er nach Angabe des Berichts 2025 vor acht Jahren, also um 2017, um Immobilien in starken Marktphasen abzugeben; seither nutzt die HMC ihn regelmäßig, um die Zusammensetzung der Private-Equity-Bestände zu steuern. Nach Darstellung der HMC sind diese Verkäufe nicht Ausdruck von Liquiditätsengpässen *(HMC FY25, S. 2)*.

4.5 · Risiko nach dem Maß des Haushalts

Harvard bemisst das Risiko des Portfolios an der Belastbarkeit des Universitätshaushalts. Im November 2021 genehmigte die Corporation auf Vorschlag des Finanzausschusses und des HMC-Boards eine „moderate“ Erhöhung des Portfoliorisikos, die schrittweise umgesetzt *wurde (HMC FY22, S. 2)*. 2024 hielt Narvekar fest, das Risiko liege dennoch „still lower than that of many private university peers“ *(HMC FY24, S. 1)*. Als Begründung nennt derselbe Bericht die gewachsene Abhängigkeit des Haushalts vom Endowment: Bei einem Anteil von knapp 40 % nach Angabe der HMC *(Kapitel 2.3)* sei die Ausrichtung auf hohe Renditen „tempered by the imperative for budgetary stability“ *(HMC FY24, S. 1)*.

Nach Angabe der HMC hat sich die Umschichtung ausgezahlt: Gegenüber der Allokation von 2017 erbrachten die Änderungen im Geschäftsjahr 2021 rund 5 Prozentpunkte zusätzliche Rendite *(HMC FY21, S. 3)*. Es handelt sich um eine Berechnung der HMC für ein einzelnes Geschäftsjahr; eine Aussage über längere Zeiträume lässt sich daraus nicht ableiten.

Als langfristige Zielrendite nennt die HMC 8 % pro Jahr, zusammengesetzt aus rund 5 % für die Ausschüttung und rund 3 % zum Ausgleich der Inflation *(HMC FY25, S. 1)*. Ob dieses Ziel erreicht wurde, untersucht Kapitel 6.4.

4.6 · Harvard und Yale im Vergleich

Ein Vergleich der Allokation in Prozent des Endowments lässt sich an Yales eigenen Berichten nicht führen. Der Yale Financial Report 2024–2025 weist keine Allokation des Endowments nach Anlageklassen aus, sondern die Anlagen der Universität insgesamt *(Yale Financial Report FY2025, S. 36 bis 38)*. Er beschreibt eine starke Ausrichtung auf nicht-traditionelle Anlageklassen, also marktgängige alternative Strategien, Private Equity mit Venture Capital und Leveraged Buyouts sowie Realwerte *(Yale Financial Report FY2025, S. 36)*. Rund 91 % des Endowments sind nach Yales Angabe in Anlagen mit aktienähnlicher Renditeerwartung investiert *(Yale Financial Report FY2025, S. 19)*. Bei Harvard entfallen per 30. Juni 2025 41 % auf Private Equity, 31 % auf Hedgefonds und 14 % auf börsennotierte Aktien *(HMC FY25, S. 1)*.

Zwei weitere Punkte stehen einem Quotenvergleich entgegen. Die Abgrenzungen sind nicht deckungsgleich: Harvard zählt Long/Short-Strategien zu den Hedgefonds, Yale führt eine Klasse „marketable alternatives“. Beim Wagniskapital hängt der Wert von der Abgrenzung ab: Harvard weist Venture Capital mit 14 % und Growth Venture mit 10 % getrennt aus, Yale definiert Venture Capital im Bericht nicht näher. Belastbar ist die Richtung: Beide Portfolios sind stark auf private Märkte ausgerichtet.

QUELLEN

- Harvard University Financial Report FY16
- Harvard Management Company: Annual Reports FY18, FY19, FY21, FY22, FY24, FY25
- Yale University: Financial Report 2024–2025

KAPITEL 05

Governance und ESG

Kernaussage: Nach dem Abgang von Jack Meyer 2005 standen bis Dezember 2016 sieben Personen an der Spitze der HMC, drei davon als Übergangslösung; Yale wurde im selben Zeitraum durchgehend von einem Chief Investment Officer geführt. Der Rückstand zu Yale bestand bereits vor den Führungswechseln: 2000 bis 2005 lag Harvard unter durchgehender Führung 3,24 Prozentpunkte pro Jahr zurück, 2010 bis 2016 mit 2,98 Prozentpunkten in ähnlicher Größenordnung. Ein ursächlicher Zusammenhang lässt sich aus den Renditedaten nicht ableiten. In der Klimapolitik hat sich Harvard 2020 auf netto null Emissionen bis 2050 verpflichtet; das verbleibende Engagement in Private-Equity-Fonds mit Fokus auf fossile Förderung lag 2023 unter 2 % des Endowments.

5.1 · Wer entscheidet

Die Verantwortung für das Endowment ist auf drei Ebenen verteilt. Die Harvard Corporation, seit der Charta von 1650 das oberste Leitungsgremium der Universität, beschließt jedes Jahr die Ausschüttung *(Kapitel 2.4)*. Sie entscheidet auch über die Risikobereitschaft: Im November 2021 genehmigte sie auf Vorschlag des Finanzausschusses der Universität und des HMC-Boards eine „moderate“ Erhöhung des Portfoliorisikos *(HMC FY22, S. 2)*. Das Board der HMC beaufsichtigt die Gesellschaft, deren CEO verantwortet die laufende Anlage. Zum Ende des Geschäftsjahrs 2024 wurde der Vorsitz des Boards neu besetzt; der bisherige Vorsitzende hatte das Board neun Jahre geleitet *(HMC FY24, S. 2)*. Die Entscheidung über Verwendung und Risikobereitschaft liegt damit bei der Universität, die Umsetzung bei der HMC *(Kapitel 3.1)*.

5.2 · Sieben Wechsel in zwölf Jahren

Zeitraum	Person	Funktion
bis 2005	Jack R. Meyer	President und CEO
bis Mitte Februar 2006	Peter Nadosy	Interim Chief Investment Officer
Februar 2006 bis Dezember 2007	Mohamed A. El-Erian	President und CEO
November 2007 bis Juni 2008	Robert S. Kaplan	Acting President und CEO
Juli 2008 bis Ende 2014	Jane L. Mendillo	President und CEO
Januar 2015 bis Juli 2016	Stephen Blyth	President und CEO
ab Mai 2016	Robert A. Ettl	Interim President und CEO
ab 5. Dezember 2016	N. P. Narvekar	CEO

Quellen: Financial Reports FY06, FY08, FY15, FY16; HMC-Brief Januar 2017; Harvard Gazette Januar 2017.

Nach Meyer führten drei reguläre CEOs die HMC bis 2016 im Durchschnitt jeweils gut drei Jahre, bei großer Streuung (El-Erian rund zwei, Mendillo rund sechseinhalb, Blyth rund eineinhalb Jahre); dazwischen lagen drei Übergangslösungen. Mehrere dieser Wechsel waren mit einer Neuausrichtung verbunden: El-Erian übernahm 2006 eine Organisation, die nach dem Abgang mehrerer interner Teams neu aufgestellt werden musste *(FR FY06, S. 29)*. Blyth begann 2015 mit einer Neuordnung der strategischen Asset-Allokation *(FR FY15, S. 16)*. Narvekar stellte 2017 das Anlagemodell insgesamt um *(Kapitel 3.4)*. Seit Dezember 2016 führt N. P. Narvekar die HMC, nach Meyer die längste Amtszeit an der Spitze. Laut Harvard Crimson hat er dem Board mitgeteilt, frühestens ab Herbst 2027 in den Ruhestand gehen zu wollen; eine Nachfolge ist nicht benannt, Harvard hat dies nicht bestätigt *(Harvard Crimson, 28. Mai und 9. Juli 2026)*.

Yale wurde im selben Zeitraum von einem einzigen Chief Investment Officer geführt: David Swensen leitete das Yale Investments Office von 1985 bis zum Geschäftsjahr 2021 *(Studie 002)*. Ob diese personelle Kontinuität für Yales Ergebnis ursächlich war, prüft Kapitel 7.6.

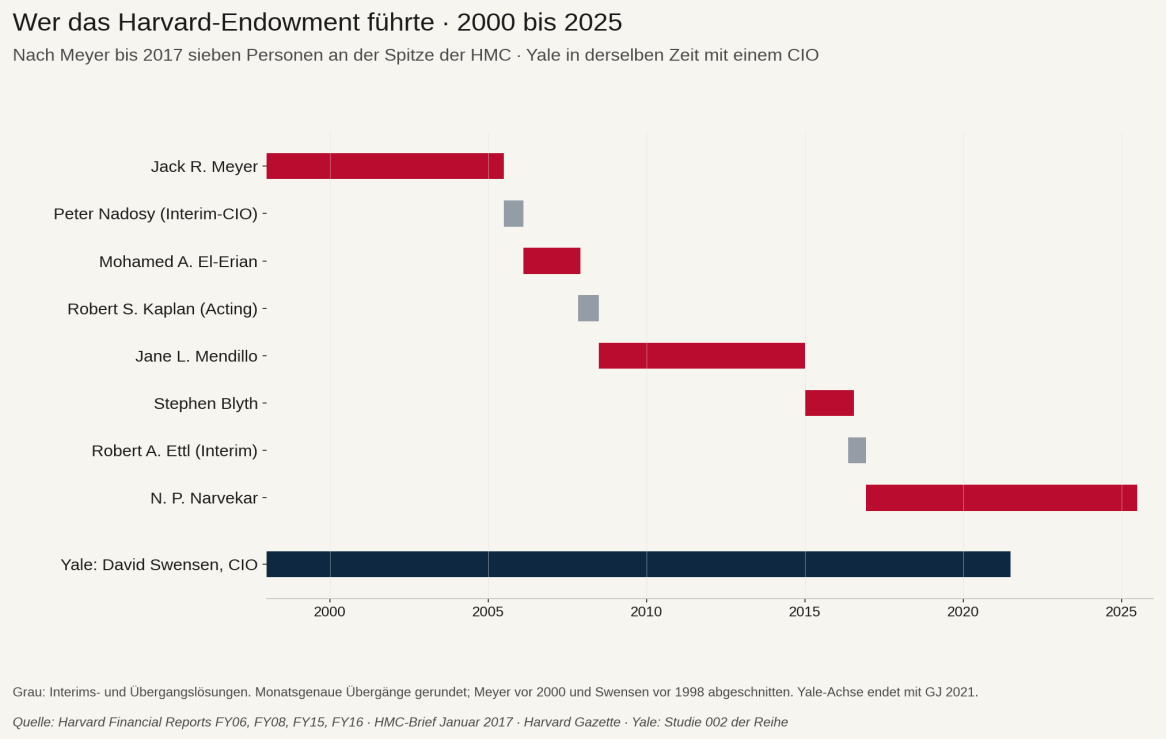

Abbildung 4 Führung der HMC 2000 bis 2025 · Nach Meyer sieben Personen an der Spitze bis Ende 2016, Yale mit einem CIO.

5.3 · Was die Zahlen zeigen und was nicht

In den Jahren der häufigen Wechsel blieb Harvard deutlich hinter Yale zurück: Von 2010 bis 2016 betrug der Abstand 2,98 Prozentpunkte pro Jahr *(Kapitel 7.3)*. Das ist ein zeitliches Zusammentreffen, aber kein Beleg für einen ursächlichen Zusammenhang. Schon von 2000 bis 2005, unter der durchgehenden Führung von Jack Meyer, lag Harvard um 3,24 Prozentpunkte pro Jahr zurück und damit stärker als in der Phase der Wechsel *(eigene Berechnung aus den Jahresrenditen beider Häuser)*. Ob die Führungswechsel den Abstand verursacht, vergrößert oder nur begleitet haben, können Renditedaten allein nicht klären. Kapitel 7.3 zeigt die einzelnen Phasen im Detail.

5.4 · Vergütung am Gesamtergebnis

Mit dem Umbau 2017 stellte Harvard auch das Anreizsystem um: Die Vergütung des Investment-Teams sollte sich an der Rendite des gesamten Endowments ausrichten, nicht mehr an der Leistung einzelner Anlageklassen gegenüber ihrer Benchmark *(HMC-Brief Januar 2017; Harvard Gazette Januar 2017)*. Konkrete Vergütungshöhen weisen die ausgewerteten Berichte nicht aus; wie sich die neue Vergütungslogik auf das Ergebnis ausgewirkt hat, lässt sich daher nicht beurteilen.

5.5 · Klima und fossile Energie

Harvard hat seine Klimapolitik für das Endowment in drei Schritten festgelegt:

Datum	Schritt	Quelle
April 2020	Zusage, das Endowment bis 2050 auf netto null Treibhausgasemissionen zu bringen; laut HMC die erste Zusage dieser Art eines Hochschul-Endowments	HMC Net-Zero-Commitment 2020, S. 1
9. September 2021	Erklärung von Präsident Bacow: keine Direktinvestments in Unternehmen, die neue fossile Reserven erschließen, und keine Absicht dazu; indirekte Altbestände über Private-Equity-Fonds unter 2 % des Endowments, sie laufen aus	harvard.edu, Erklärung des Präsidenten
30. Juni 2023	Verbleibendes Engagement in Private-Equity-Fonds mit Fokus auf fossile Förderung unter 2 % des Endowments	HMC Climate Report 2024, S. 3

Auf ihrer Website veröffentlicht die HMC Klimaberichte für die Jahre 2021 bis 2024.

Yale kam später und auf anderem Weg dorthin. Studentische Initiativen forderten ab 2012 den Ausstieg aus fossilen Anlagen; 2014 lehnte das zuständige Komitee der Yale Corporation ein Divestment ab. Erst nach weiteren Jahren des Protests setzte Präsident Salovey im Oktober 2020 eine Kommission ein, deren fünf Prinzipien die Yale Corporation im Juni 2021 annahm. Sie sehen eine Prüfung im Einzelfall vor, keine Ausschlussliste; einen generellen Ausstieg wie Harvard im September 2021 beschloss Yale nicht (Studie 002, Kapitel 6.4*)*.

5.6 · Druck von außen seit 2025

Im Geschäftsjahr 2025 entstanden Belastungen, die nicht aus dem Portfolio stammten. Im Frühjahr 2025 beendete die Bundesregierung mehr als 900 mehrjährige Forschungsförderungen an Harvard; die Mehrheit wurde nach Angabe der Universität bis zur Veröffentlichung des Financial Report 2025 wieder in Kraft gesetzt *(FR FY25, S. 11)*. Die Bundesmittel für Forschung sanken auf 629 Mio. USD, 8 % weniger als im Vorjahr *(FR FY25, S. 7)*. Die Universität stellte 250 Mio. USD zur Überbrückung bereit, verhängte einen Einstellungsstopp und baute Stellen ab *(FR FY25, S. 3)*. Hinzu kommt die höhere Bundessteuer auf Endowment-Erträge, die ab dem Geschäftsjahr 2027 greifen soll *(FR FY25, S. 4 · Kapitel 2.6)*.

Für das Endowment hält die HMC zwei Punkte fest. Erstens habe die Liquidität des Portfolios in diesem Jahr als „ballast“ gedient, als die Universität unter operativem Druck stand. Zweitens müsse das Endowment wegen der steigenden Steuer künftig mehr erwirtschaften, um dasselbe Niveau zu finanzieren *(HMC FY25, S. 2)*.

Eine Abkehr vom bisherigen Risikokurs berichtet die HMC nicht. Im selben Bericht beschreibt sie eine maßvolle Erhöhung des Portfoliorisikos, überwiegend über einen höheren Aktienanteil, die schrittweise fortgesetzt werden soll *(HMC FY25, S. 1)*; eine solche Erhöhung hatte die Corporation im November 2021

genehmigt *(Kapitel 4.5)*. Ob der Druck von außen die Risikobereitschaft der Universität verändert, lässt sich aus den Berichten bis zum 30. Juni 2025 nicht ableiten.

QUELLEN

- Harvard University Financial Reports FY06, FY08, FY15, FY16, FY25
- Harvard Management Company: Brief Januar 2017; Annual Reports FY22, FY24, FY25; Net-Zero-Commitment April 2020; Climate Report 2024
- Harvard University: Climate change, update on Harvard action, 09.09.2021, harvard.edu, abgerufen 30.09.2026
- Harvard Gazette, Januar 2017, abgerufen 30.09.2026
- Studie 002 dieser Reihe: Yale Endowment

KAPITEL 06

Ergebnisse und Leistungsprofil

Kernaussage: In den Geschäftsjahren 2000 bis 2025 erzielte Harvard 9,05 % pro Jahr. Bis 30. Juni 2025 lag Harvard in sechs von sieben Zeiträumen zwischen einem und 25 Jahren über dem Durchschnitt der US-Hochschul-Endowments, über 25 Jahre um 1,6 Prozentpunkte pro Jahr; nur über drei Jahre blieb Harvard darunter (NACUBO-Commonfund, Geschäftsjahr 2025). Die von Harvard ausgewiesene 20-Jahres-Rendite sank von 12,9 % pro Jahr (Stichtag 2011) auf 10,4 % pro Jahr (Stichtag 2016). Gegenüber Yale lag Harvard über die zehn Jahre bis 2025 mit 8,2 % gegenüber 9,4 % pro Jahr zurück.

6.1 · 26 Jahre in Zahlen

Von 2000 bis 2025 erzielte das Endowment im Durchschnitt 9,05 % pro Jahr; der Wert ist aus den Jahresrenditen geometrisch verkettet (eigene Berechnung). Die Renditen sind nach Abzug aller Kosten ausgewiesen *(FR FY25, S. 26)*. Aus einem Dollar vom 30. Juni 1999 wurden bis 30. Juni 2025 rund 9,5 Dollar. Die Entwicklung verlief in deutlich voneinander abweichenden Phasen:

Phase	Geschäftsjahre	Rendite pro Jahr
Vor der Finanzkrise	2000 bis 2008	13,95 %
Finanzkrise	2009	−27,3 %
Nach der Krise	2010 bis 2016	8,70 %
Narvekar	2017 bis 2025	9,43 %
Gesamt	2000 bis 2025	9,05 %

Quellen: Harvard Financial Reports, HMC Annual Reports, Harvard Gazette; geometrisch verkettet, eigene Berechnung.

Das beste Geschäftsjahr war 2021 mit +33,6 %, gefolgt von 2000 mit +32,2 %; das schlechteste war 2009 mit −27,3 %. Private Equity erzielte im Geschäftsjahr 2021 +77 %, börsennotierte Aktien +50 % *(HMC FY21, S. 1)*.

2009 war mehr als ein schlechtes Jahr. Die HMC schreibt selbst, das Portfolio sei mit hohen Zusagen an illiquide Anlagen und mit „a lack of ready liquidity“ in die Krise gegangen *(FR FY09, S. 12)*. Einige Hedgefonds-Manager sperrten die Rückgabe von Anteilen, die HMC kürzte ihre offenen Zusagen um rund 3 Mrd. USD *(FR FY09, S. 13)*. Dazu kam Druck auf Ebene der Universität: Nach dem Zinsrückgang im Herbst 2008 musste Harvard für Zinstauschgeschäfte mehr Sicherheiten stellen und löste einen Teil davon für rund 500 Mio. USD auf. Im selben Jahr nahm die Universität 2,5 Mrd. USD über Anleihen auf *(FR FY09, S. 8)*. Die Liquidität des Portfolios passte nicht zu den Verpflichtungen der Universität (Kapitel 8.4).

Wie hoch diese Verpflichtungen heute sind, weist der Finanzbericht aus. Per 30. Juni 2025 hatte die Universität gegenüber extern verwalteten Fonds offene Kapitalzusagen von 11,66 Mrd. USD, nach 12,42 Mrd. USD ein Jahr zuvor. Davon entfielen 7,87 Mrd. USD auf Private-Equity-Fonds, 1,88 Mrd. USD auf Immobilienfonds und 1,92 Mrd. USD auf übrige extern verwaltete Fonds. Die Restlaufzeit dieser Fonds schätzt die Universität auf zwei bis zehn Jahre *(FR FY25, S. 30)*. Die Angabe betrifft die Anlagen der gesamten Universität, nicht allein das Endowment, und der Bericht nennt keine Verteilung der Abrufe auf einzelne Jahre.

Daneben hält die Universität Liquidität außerhalb des Endowments: Per 30. Juni 2025 waren es 2,4 Mrd. USD nach 1,8 Mrd. USD ein Jahr zuvor *(FR FY25, S. 9)*. Ihre Anleihen und Schuldscheine stiegen im selben Zeitraum von 7,13 auf 8,29 Mrd. USD; im Geschäftsjahr 2025 nahm sie 1,2 Mrd. USD langfristige Schulden auf, nach eigener Angabe auch zur Stärkung der Liquidität *(FR FY25, S. 4 und S. 17)*.

6.2 · Die lange Sicht: 20 Jahre

Für die Stichtage 2009 bis 2016 weisen die Financial Reports jährlich die Rendite über die jeweils letzten 20 Jahre aus. Damit reicht die Reihe bis ins Geschäftsjahr 1990 zurück:

Stichtag	Zeitraum	Rendite pro Jahr
30.06.2009	GJ 1990 bis 2009	11,7 %
30.06.2010	GJ 1991 bis 2010	11,9 %
30.06.2011	GJ 1992 bis 2011	12,9 %
30.06.2012	GJ 1993 bis 2012	12,29 %
30.06.2013	GJ 1994 bis 2013	12,0 %
30.06.2014	GJ 1995 bis 2014	12,3 %
30.06.2015	GJ 1996 bis 2015	11,8 %
30.06.2016	GJ 1997 bis 2016	10,4 %

Quellen: Financial Reports FY09 bis FY16, Brief des HMC-CEO; ab Stichtag 2019 eigene Rechnung aus den Jahresrenditen.

Bis zum Stichtag 2015 lag die 20-Jahres-Rendite zwischen 11,7 % und 12,9 % pro Jahr. Zum Stichtag 2016, nach einer Jahresrendite von −2,0 %, sank sie auf 10,4 %. Da mit jedem Stichtag ein frühes Jahr aus dem Zeitraum fällt und ein neues hinzukommt, spiegelt der Rückgang nicht allein die jüngsten Ergebnisse wider. Rechnet man die 20-Jahres-Rendite aus den Jahresrenditen dieser Studie fort, liegt sie zum Stichtag 2019 bei 8,75 %, 2021 bei 9,34 % und 2025 bei 7,90 % pro Jahr (eigene Rechnung, Geschäftsjahre 2000 bis 2005 aus der Harvard Gazette). Für die Stichtage 2017 und 2018 fehlen die Jahresrenditen 1998 und 1999.

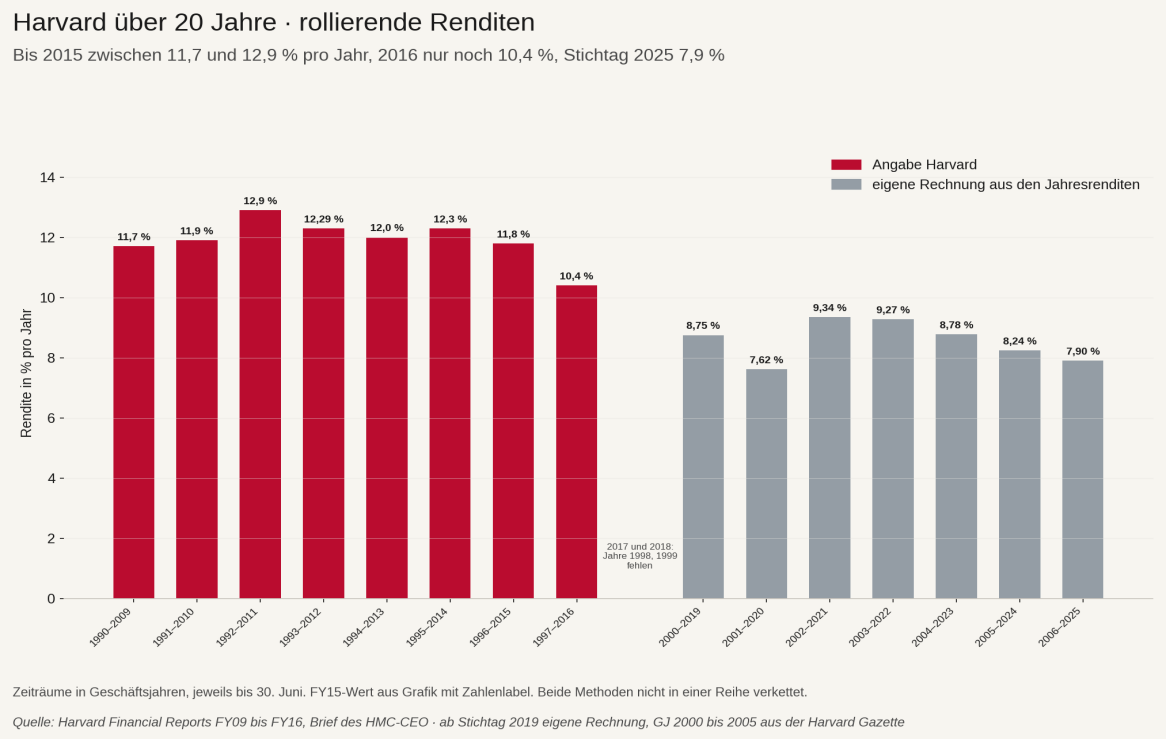

Abbildung 5 Harvards Rendite über 20 Jahre · Rückgang von 12,9 % (Stichtag 2011) auf 10,4 % (Stichtag 2016) und 7,9 % pro Jahr (Stichtag 2025, eigene Rechnung).

6.3 · Harvard gegen den Durchschnitt

In den Berichten von 2009 und 2010 stellte Harvard seine 20-Jahres-Rendite neben drei Vergleichsgrößen *(FR FY09, S. 10; FR FY10, S. 10)*:

20 Jahre bis	Harvard	Policy Portfolio	60/40 Aktien/Anleihen	Median TUCS-Vergleichsuniversum
30.06.2009	11,7 %	9,5 %	7,8 %	8,0 %
30.06.2010	11,9 %	9,3 %	7,8 %	8,2 %

Über zwei Jahrzehnte lag Harvard damit rund 3,7 Prozentpunkte pro Jahr über dem Median der institutionellen Anleger im Vergleichsuniversum TUCS *(Trust Universe Comparison Service, Wilshire Associates)*. Gegen die eigene Benchmark, das Policy Portfolio, betrug der Vorsprung 2,2 bis 2,6 Prozentpunkte.

Den aktuellen Vergleich mit allen US-Hochschul-Endowments liefert die NACUBO-Commonfund-Studie für das Geschäftsjahr 2025: 657 Hochschulen und Hochschulstiftungen mit zusammen 944,3 Mrd. USD *(NCSE-S, S. 2)*. Über zehn Jahre bis 30.06.2025 kamen sie im Durchschnitt auf 7,7 % pro Jahr, Harvard auf 8,2 %. Über 25 Jahre ist der Abstand am größten, 6,6 % gegen 8,2 %. Nur über drei Jahre liegt Harvard zurück, 8,1 % gegen 10,0 % *(NCSE-S, S. 5; Harvard: eigene Berechnung aus den Jahresrenditen)*. Harvard liegt damit in sechs der sieben Zeiträume über dem Durchschnitt der US-Hochschulen. Da sich die Zeiträume überschneiden, sind das keine sieben voneinander unabhängigen Befunde. Ein Vergleich mit der Gruppe der Endowments über 5 Mrd. USD ist auf dieser Grundlage nicht möglich, da die Zusammenfassung der

Studie deren Renditen nicht ausweist. Maßgeblich für die Fragestellung dieser Studie ist der Abstand zu Yale: Über die zehn Jahre bis 2025 erzielte Yale 9,4 % pro Jahr, Harvard 8,2 % *(Yale News, 24.10.2025)*.

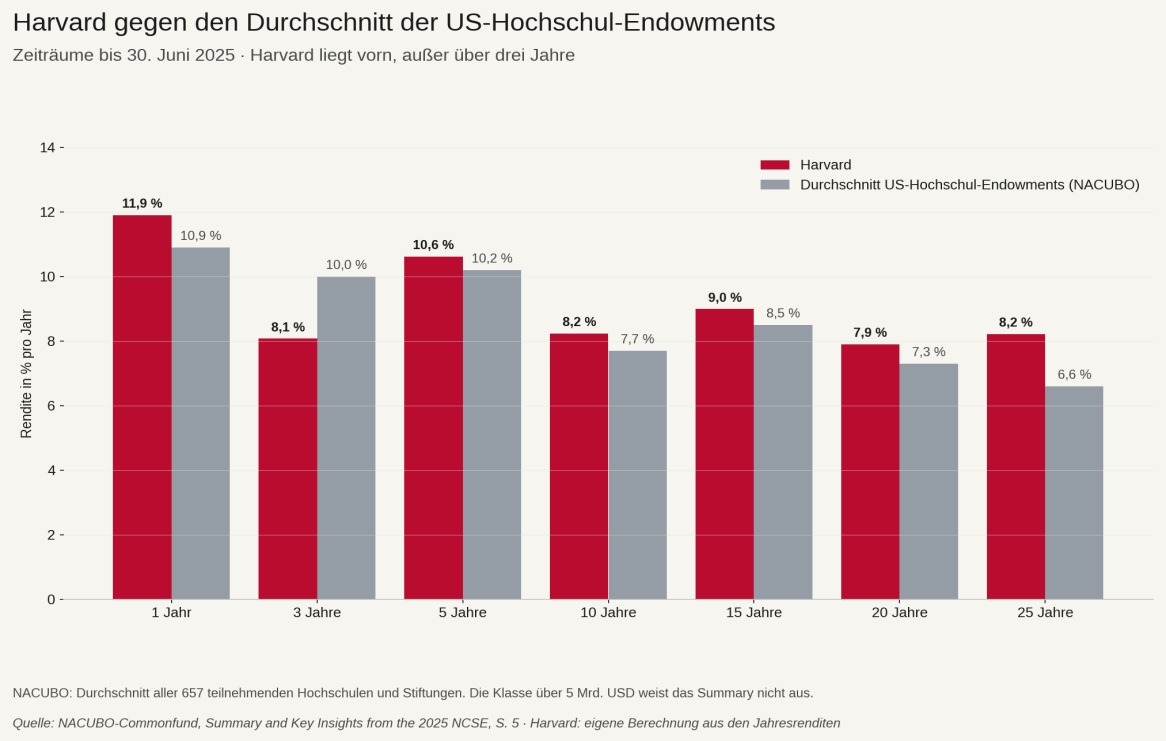

Abbildung 6 Harvard gegen den Durchschnitt der US-Hochschul-Endowments · Zeiträume bis 30. Juni 2025.

6.4 · Das Ziel und die Wirklichkeit

Die HMC misst sich nach ihrem Bericht für das Geschäftsjahr 2025 an einem Ziel von 8 % pro Jahr: rund 5 % für die Ausschüttung und rund 3 % für die Inflation *(HMC FY25, S. 1)*. In den acht Geschäftsjahren 2018 bis 2025 erzielte die HMC 9,6 % pro Jahr, im Geschäftsjahr 2025 11,9 %. Einschließlich des Geschäftsjahrs 2017 ergeben sich 9,43 % pro Jahr *(Kapitel 6.1)*. Im Durchschnitt lag die Rendite damit über dem Ziel; in vier der acht Geschäftsjahre blieb sie darunter (2019, 2020, 2022 und 2023).

Bereits im Financial Report 2015 hatte der damalige CEO Stephen Blyth festgehalten, dass die realen Renditen seit 2000 stetig gesunken seien. Als Gründe nannte er den Rückgang der realen Zinsen, sinkende Risikoprämien durch die Geldpolitik und weniger Gelegenheiten für Überrenditen *(FR FY15, S. 13)*. Als Ziel nannte er eine reale Rendite von mindestens 5 % pro Jahr. Das heutige nominale Ziel von 8 % entspricht bei einer angenommenen Inflation von rund 3 % derselben Größenordnung.

6.5 · Was die Zahlen tragen

Für die folgenden Kapitel sind drei Befunde maßgeblich:

1. Über die 20 Jahre bis 2009 und bis 2010 lag Harvard rund 3,7 Prozentpunkte pro Jahr über dem Median des institutionellen Vergleichsuniversums.
2. Nach 2009 blieb die Rendite deutlich unter dem Niveau vor der Finanzkrise: 8,70 % pro Jahr von 2010 bis 2016 gegenüber 13,95 % von 2000 bis 2008.
3. Seit dem Umbau 2017 liegt die Rendite im Durchschnitt über dem eigenen Ziel von 8 % pro Jahr.

Den Vergleich dieser Phasen mit Yale enthält Kapitel 7.

QUELLEN

- Harvard University Financial Reports FY09 bis FY16
- Harvard Management Company: Annual Reports FY17 bis FY25
- Harvard Gazette, Endowment-Meldungen 2000 bis 2005
- NACUBO-Commonfund, Summary and Key Insights from the 2025 NCSE *(NCSE-S).*
- Yale News, 24.10.2025, Meldung zum Ergebnis des Yale Endowment im Geschäftsjahr 2025

KAPITEL 07

Cluster-Vergleich Harvard gegen Yale

Kernaussage: In den Geschäftsjahren 2000 bis 2021 lag Yale in jeder Phase vor Harvard, um 1,95 bis 3,24 Prozentpunkte pro Jahr. In den Geschäftsjahren 2022 bis 2025 liegt Harvard um 0,74 Prozentpunkte pro Jahr vorn; diese Phase beginnt unmittelbar nach Yales stärkstem Jahr 2021 (+40,2 %) und fällt in die Neubewertung privater Märkte. Bezieht man 2021 ein, liegt Yale weiterhin vorn. Ob der Abgang Swensens oder der Zyklus der privaten Märkte den Ausschlag gibt, lässt sich nach vier Geschäftsjahren nicht trennen.

7.1 · Die Grundlage des Vergleichs

Verglichen werden die Jahresrenditen beider Endowments für die Geschäftsjahre 2000 bis 2025, jeweils zum 30. Juni, in US-Dollar, nominal und nach Abzug aller Kosten. Dass beide Reihen netto sind, ist für Harvard in sechs Berichten und für Yale in vier Berichten ausdrücklich belegt. Die Harvard-Reihe ist Jahr für Jahr an den Primärquellen geprüft. Die Yale-Reihe stammt aus Studie 002 dieser Reihe und ist dort an den Yale-Berichten belegt. Für diese Studie wurden acht Geschäftsjahre zusätzlich an den Yale-Berichten nachgeprüft; alle acht Werte stimmen überein. Mehrjahreswerte sind geometrisch verkettet.

7.2 · Das Gesamtbild

GJ 2000 bis 2025	Harvard	Yale
Rendite pro Jahr	9,05 %	11,19 %
Aus 1 USD wurden	9,51 USD	15,77 USD
Schwankung der Jahresrenditen (Standardabweichung)	12,1 Prozentpunkte	12,9 Prozentpunkte
Größter Verlust in einem Geschäftsjahr	−27,3 % (2009)	−24,6 % (2009)
Jahre, in denen Harvard vorn lag	9 von 26	

Quellen: Harvard Financial Reports, HMC Annual Reports, Harvard Gazette; Yale: Studie 002 dieser Reihe; eigene Berechnung. Größter Verlust auf Basis der Jahreswerte zum 30. Juni; Verluste innerhalb eines Geschäftsjahres sind darin nicht sichtbar.

Über 26 Jahre summiert sich der Abstand von 2,14 Prozentpunkten pro Jahr zu einem um rund zwei Drittel höheren Endwert: Aus einem Dollar wurden bei Yale 15,77 USD, bei Harvard 9,51 USD. Die gemessene Schwankung der Jahresrenditen war bei Harvard mit 12,1 Prozentpunkten geringfügig niedriger als bei Yale mit 12,9 Prozentpunkten. Den Vergleich mit dem Durchschnitt aller US-Hochschul-Endowments zeigt Kapitel 6.3.

Zur Aussagekraft der Schwankung. Als Risikomaß trägt die Standardabweichung hier nur begrenzt. Beide Portfolios bestehen zu großen Teilen aus nicht börsennotierten Anlagen. Deren Werte beruhen auf Bewertungen der Fondsmanager und folgen den Märkten verzögert; die HMC hat das für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 selbst beschrieben *(HMC FY22, S. 1; HMC FY23, S. 1)*. Die Schwankung der Jahresrenditen ist dadurch geglättet und unterschätzt das wirtschaftliche Risiko beider Häuser. Eine Bereinigung nimmt diese Studie nicht vor. Die Zeile sagt deshalb nur, dass Harvards ausgewiesene Renditen nicht stärker schwankten, und nicht, dass beide Häuser gleich viel Risiko trugen. Im Krisenjahr 2009 verlor Harvard 27,3 %, Yale 24,6 %; zur Liquiditätslage Harvards in diesem Jahr vgl. Kapitel 6.1.

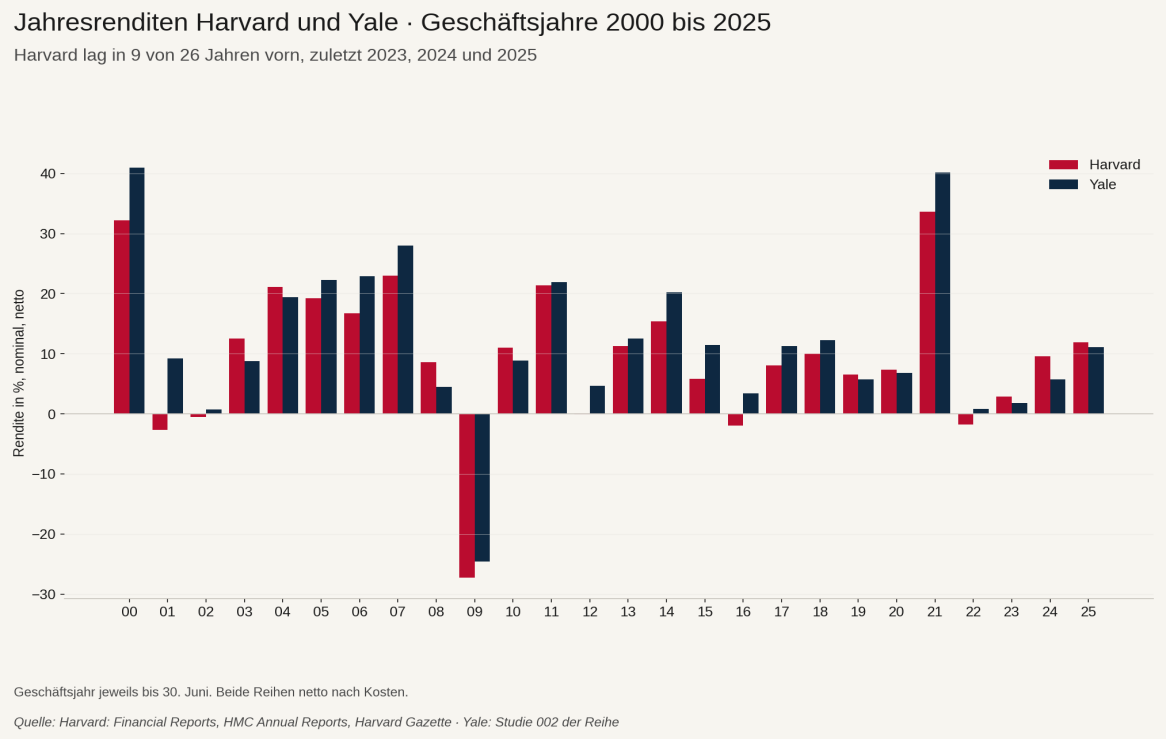

Abbildung 7 Jahresrenditen Harvard und Yale 2000 bis 2025 · Harvard lag in 9 von 26 Jahren vorn.

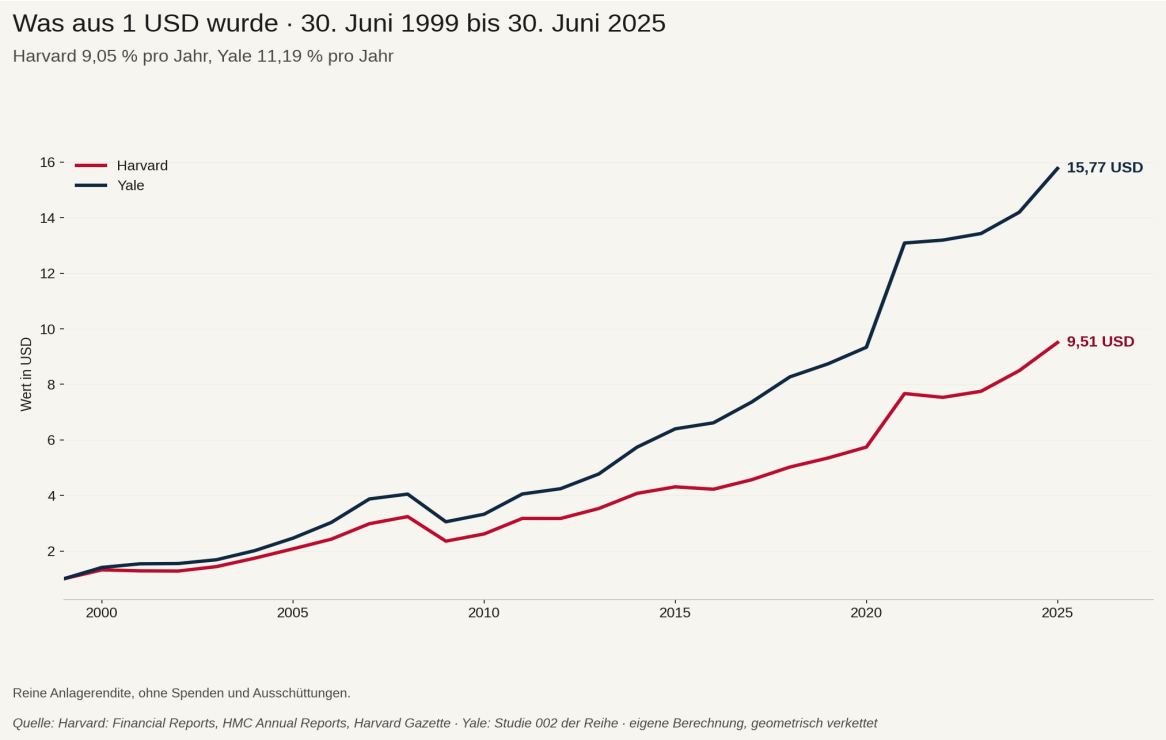

Abbildung 8 Wertentwicklung von 1 USD seit 30. Juni 1999 · Harvard 9,51 USD, Yale 15,77 USD.

7.3 · Die Phasen

Phase	GJ	Harvard	Yale	Abstand
Meyer bei Harvard, Swensen bei Yale	2000 bis 2005	12,97 %	16,21 %	−3,24
Vor der Finanzkrise	2000 bis 2008	13,95 %	16,81 %	−2,86
Krisenjahr	2009	−27,3 %	−24,6 %	−2,70
Wechseljahre bei Harvard	2010 bis 2016	8,70 %	11,68 %	−2,98
Narvekar gegen Swensen	2017 bis 2021	12,67 %	14,62 %	−1,95
Narvekar gegen Mendelsohn	2022 bis 2025	5,51 %	4,77 %	+0,74

Abstand in Prozentpunkten pro Jahr. Quelle: eigene Berechnung aus den Jahresrenditen beider Häuser.

Aus der Tabelle ergeben sich drei Beobachtungen:

1. **Der Rückstand ist älter als die Führungswechsel bei Harvard.** Bereits von 2000 bis 2005, als Jack Meyer die HMC ohne Unterbrechung führte, lag Harvard 3,24 Prozentpunkte pro Jahr hinter Yale.
2. **Der Rückstand blieb über die Wechsel hinweg nahezu unverändert.** Vor der Krise, in der Krise und in den Wechseljahren lag er jeweils zwischen 2,7 und 3,0 Prozentpunkten.
3. **Der Rückstand verringerte sich erst mit Harvards Umbau und kehrte sich erst nach der Ära Swensen um.** Von 2017 bis 2021 sank er auf 1,95 Prozentpunkte pro Jahr; in den Geschäftsjahren 2022 bis 2025 liegt Harvard 0,74 Prozentpunkte pro Jahr vorn.

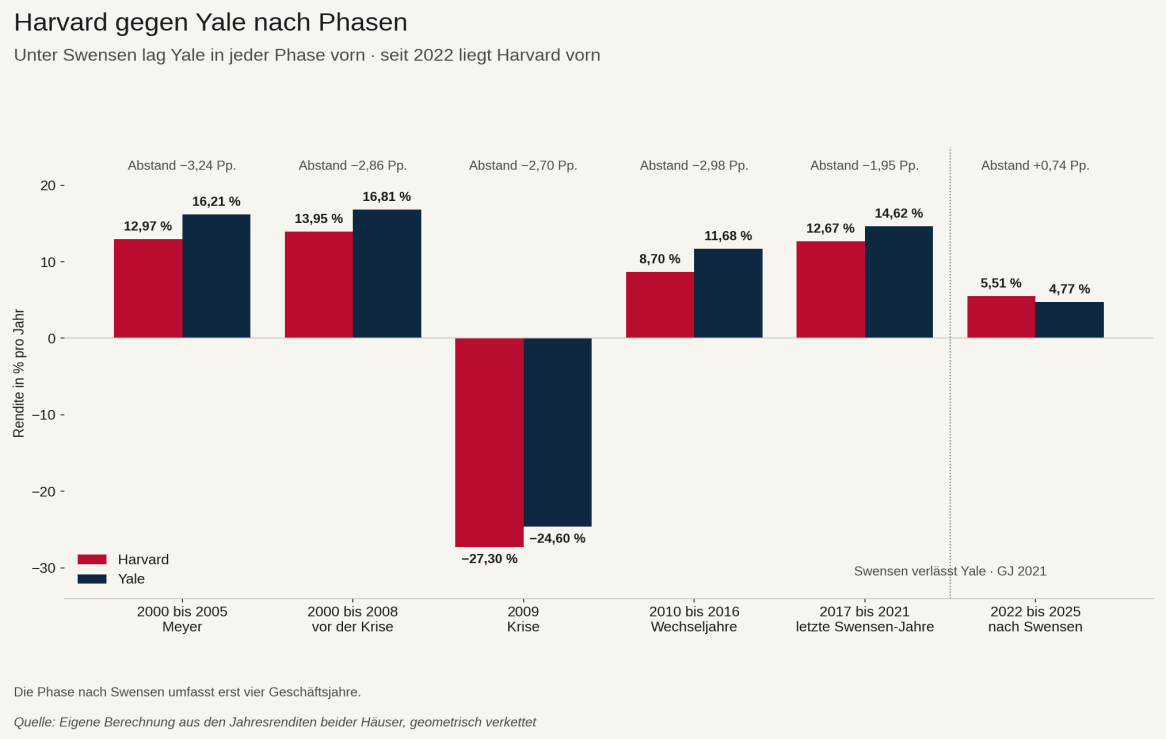

Abbildung 9 Harvard gegen Yale nach Phasen · Rückstand in jeder Phase bis 2021, Harvard vorn seit 2022.

7.4 · Warum hinkt Harvard Yale hinterher?

Die Zahlen sprechen gegen eine naheliegende Erklärung und lassen drei offen; eine weitere lässt sich mit ihnen nicht prüfen.

- **Ob eine vorsichtigere Anlage den Rückstand erklärt, lässt sich nicht prüfen.** Harvards ausgewiesene Renditen schwankten mit 12,1 Prozentpunkten nur geringfügig weniger als die von Yale mit 12,9 Prozentpunkten. Diese Kennzahl misst das wirtschaftliche Risiko überwiegend illiquider Portfolios jedoch nicht *(Kapitel 7.2)*; ob ein unterschiedliches Risikoniveau zum Rückstand beitrug, bleibt deshalb offen.
- **Die Führungswechsel erklären den Rückstand nicht allein. Der Abstand bestand bereits 2000 bis 2005 mit 3,24 Prozentpunkten pro Jahr** und änderte sich durch die Wechsel kaum. Die Wechsel können den Rückstand verlängert haben, erklären aber seine Entstehung nicht.
- **Offen bleiben Modell, Allokation und Zugang zu Managern.** Drei Erklärungen sind mit den Zahlen vereinbar. **Erstens das Modell:** Harvard setzte bis 2016 auf ein Hybridmodell mit eigenen Teams, Yale auf externe Manager unter einem einzigen Chief Investment Officer *(Kapitel 3)*. **Zweitens die Allokation:** Beide Häuser setzen stark auf private Märkte, eine an Yales Berichten geprüfte Allokationsreihe liegt dieser Studie aber nicht vor *(Kapitel 4.6)*. **Drittens der Zugang zu Managern,** der sich mit öffentlichen Daten nicht messen lässt. Die drei Erklärungen hängen zusammen. Die veröffentlichten Daten erlauben keine Zerlegung der Renditen nach Allokation, Managerauswahl und Kosten und können sie deshalb nicht voneinander trennen. Dass sich der Abstand nach Harvards Umstellung 2017 verringerte, belegt einen zeitlichen, aber keinen ursächlichen Zusammenhang.

7.5 · Was sagt das über Yale?

Die Harvard-Reihe erlaubt eine Aussage über Yale, die Yales eigene Zahlen nicht liefern: Gegen einen Konkurrenten mit ähnlichem Auftrag, vergleichbarer Größenordnung und ähnlichen Möglichkeiten lag Yale unter Swensen in jeder Phase vorn, um 1,95 bis 3,24 Prozentpunkte pro Jahr. In den vier Geschäftsjahren 2022 bis 2025 liegt dagegen Harvard vorn, um 0,74 Prozentpunkte pro Jahr.

Harvard hat sich dem Modell ab 2017 organisatorisch angenähert und liegt seit 2022 vor Yale, also erst in den Jahren nach Swensen *(Kapitel 3.4)*. Das lässt zwei Lesarten zu: Yales Vorsprung hing an der Person, oder er hing am Zyklus der privaten Märkte. Beide Lesarten werden in Kapitel 7.6 geprüft.

Diese Aussage ist nur begrenzt belastbar: Die Zeit nach Swensen umfasst erst vier Geschäftsjahre, und in diese Zeit fallen 2022 und 2023, in denen die Bewertungen privater Beteiligungen nach Angabe der HMC den Märkten nur verzögert folgten *(HMC FY22, S. 1; HMC FY23, S. 1)*.

7.6 · Person oder Zyklus

Die Phase nach Swensen beginnt mit dem Geschäftsjahr 2022, also unmittelbar nach dem stärksten Jahr der Reihe. 2021 erzielte Yale +40,2 %, Harvard +33,6 %. In den vier Geschäftsjahren 2022 bis 2025 kam Yale auf 0,8 %, 1,8 %, 5,7 % und 11,1 %, Harvard auf −1,8 %, 2,9 %, 9,6 % und 11,9 %. Über 2022 bis 2025 liegt Harvard damit 0,74 Prozentpunkte pro Jahr vorn. Bezieht man 2021 ein, kehrt sich das Bild um: 2021 bis 2025 erzielte Yale 11,06 % pro Jahr, Harvard 10,61 % *(eigene Berechnung aus den Jahresrenditen)*.

Der Befund hängt damit vom gewählten Startjahr ab. Beide Häuser halten einen hohen Anteil privater Märkte, deren Bewertungen nach 2021 zurückgingen *(Kapitel 4.6 und 7.5)*. Die HMC beschreibt im Bericht für das Geschäftsjahr 2025 den Sekundärmarkt als Instrument, mit dem sie seit acht Jahren die Zusammensetzung ihrer privaten Anlagen steuert *(HMC FY25, S. 2)*. Ob der Abgang Swensens oder der Zyklus der privaten Märkte den Ausschlag gibt, lässt sich mit vier Jahresrenditen nicht entscheiden. Eine belastbare Antwort setzt eine längere Reihe nach 2021 voraus. Die beiden Lesarten sind nicht abschließend; auch Unterschiede in der Allokation und in den Ergebnissen einzelner Manager können beitragen.

QUELLEN

- Harvard University Financial Reports FY06 bis FY23 und FY25 (Werte 2024 aus der Vorjahresspalte des FR FY25); Harvard Management Company, Annual Reports FY17 bis FY25; Harvard Gazette, Endowment-Meldungen 2000 bis 2005
- Studie 002 dieser Reihe: Yale Endowment
- Yale Endowment Reports FY2001, FY2009, FY2010, FY2020, FY2021; Yale Financial Reports FY2024, FY2025 (Stichproben)

KAPITEL 08

Bewertung, Übertragbarkeit und Fazit

Kernaussage: Harvard erreicht im Gesamtscore 3,09 von 5 Punkten (Systemqualität 22/35, Übertragbarkeit 12/20, Gewichtung 60:40) und liegt damit knapp über der unteren Grenze des Qualitätsbands „Funktional“. Am höchsten bewertet sind Mandatsklarheit, Investment-Prozessreife und ESG-Integration (je 4 Punkte), am niedrigsten Transparenz und Kosten-Effizienz (je 2 Punkte). Für den Rückstand auf Yale kommen das Modell, die Allokation und der Zugang zu Managern infrage; die veröffentlichten Daten können diese Erklärungen nicht voneinander trennen. Übertragbar ist weniger das Portfolio als die Konstruktion: Ausschüttungsregel, Risikobudget nach der Tragfähigkeit des Trägers, Kontinuität der Führung und Liquiditätsplanung.

8.1 · Sieben Dimensionen der Systemqualität

Die Bewertung folgt dem Standard der Reihe „30 Investmentstrategien aus 30 Jahren“ seit Studie 003: sieben Dimensionen, je 0 bis 5 Punkte. Studie 002 zu Yale verwendet noch ein anderes Dimensionen-Set, ein Punktevergleich mit Yale ist auf dieser Ebene deshalb nicht zulässig. Als Vergleichsmaßstab dient der KENFO aus Studie 003.

Dimension	Harvard	KENFO (Studie 003)
Mandatsklarheit	4/5	5/5
Governance-Qualität	3/5	4/5
Investment-Prozessreife	4/5	3/5
Kosten-Effizienz	2/5	3/5
Transparenz	2/5	2/5
ESG-Integration	4/5	4/5
Resilienz	3/5	4/5
Summe	**22/35**	25/35
entspricht	**3,14 von 5**	3,57 von 5

Punkt-Bewertung 0 bis 5 je Dimension nach den Ankerpunkten des Reihen-Standards. Datenlage: Harvard University Financial Reports der Geschäftsjahre 2006 bis 2023 und 2025 (Werte 2024 aus der Vorjahresspalte des Berichts 2025), Annual Reports der HMC 2017 bis 2025.

Die Ausprägungen je Dimension:

- **Mandatsklarheit, 4 von 5.** Zweck und Zielrendite von 8 % sind klar benannt. Die Ausschüttung folgt einem jährlichen Beschluss und keiner veröffentlichten Formel *(Kapitel 2.4 und 4.5)*.
- **Governance-Qualität, 3 von 5.** Die Rollen von Corporation, HMC-Board und CEO sind getrennt. Nach Meyer standen bis Ende 2016 sieben Personen an der Spitze, drei davon interim *(Kapitel 5.1 und* 5.2). Seit Dezember 2016 führt Narvekar die HMC ohne Unterbrechung. Die Bewertung bleibt bei 3 Punkten, weil im Langfristvergleich die Wechselphase 2005 bis 2016 mitzählt und Narvekars Nachfolge offen ist (Kapitel 5.*2)*.
- **Investment-Prozessreife, 4 von 5.** Die HMC arbeitet mit einem Generalisten-Modell und einem Risikobudget; der Umbau wurde nach Angabe der HMC vor Plan abgeschlossen. Der Prozess ist seit 2017 in Kraft, also seit acht Geschäftsjahren *(Kapitel 3.4 und 3.5)*.
- **Kosten-Effizienz, 2 von 5.** Die Renditen sind nach allen Kosten ausgewiesen *(Kapitel 7.1)*. Eine Kostenquote und die Gebühren externer Manager veröffentlicht Harvard nicht, ein Kostenniveau lässt sich daraus nicht ableiten. Die Punktzahl bewertet damit die fehlende Offenlegung, nicht ein hohes Kostenniveau. Dieselbe Lücke fließt auch in die Bewertung der Transparenz ein.

- **Transparenz, 2 von 5.** Die Finanzausweise erscheinen jährlich und vollständig. Es fehlen jedoch die Namen der Manager, Gebührenangaben zu den 72 % des Portfolios in Private Equity und Hedgefonds sowie seit dem Geschäftsjahr 2023 die Rendite je Anlageklasse *(HMC FY23 bis FY25, S. 1)*.
- **ESG-Integration, 4 von 5.** Harvard hat 2020 eine Net-Zero-Zusage mit Zieljahr 2050 abgegeben und veröffentlicht Klimaberichte. Die fossilen Altbestände unter 2 % laufen aus, einen Sofortausstieg gibt es nicht *(Kapitel 5.5)*.
- **Resilienz, 3 von 5.** Die Ausschüttung wurde auch im Jahr nach der Krise geleistet, 2025 diente die Liquidität des Portfolios nach Angabe der HMC als Puffer. 2009 standen dem ein Verlust von 27,3 % und Liquiditätsdruck gegenüber *(Kapitel 5.6 und 6.1)*.

Mandatsklarheit, Investment-Prozessreife und ESG-Integration erreichen mit je 4 Punkten die höchste Bewertung. Der Zweck des Endowments und das Renditeziel sind klar benannt, die Ausschüttung folgt aber einem jährlichen Beschluss und keiner veröffentlichten Formel. Die Transparenz erreicht 2 Punkte: Die Finanzausweise sind vollständig, zu den Managern, zu den Gebühren und seit 2023 zur Rendite je Anlageklasse fehlen die Angaben.

Bei der Kosten-Effizienz steht die Bewertung auf der schwächsten Grundlage der Tabelle. Anders als beim KENFO lässt sich für Harvard kein Kostenniveau ableiten: Die Renditen sind nach allen Kosten ausgewiesen, eine Kostenquote und die Gebühren der externen Manager veröffentlicht Harvard nicht. Die 2 Punkte stehen für eine nicht belegbare Kosten-Effizienz, nicht für nachgewiesen hohe Kosten.

Die Resilienz erhält 3 Punkte. Für Harvard spricht, dass die Ausschüttung auch nach dem Einbruch von 2009 geleistet wurde und die Liquidität des Portfolios 2025 nach Angabe der HMC als Puffer diente. Dagegen steht die Lage von 2009, als das Portfolio nach Darstellung der HMC mit zu wenig verfügbarer Liquidität in die Krise ging *(Kapitel 5.6 und 6.1)*. Die Pufferwirkung von 2025 lässt sich allerdings nicht dem Endowment allein zurechnen: Die Universität verfügte zugleich über 2,4 Mrd. USD Liquidität außerhalb des Endowments und erhöhte ihre Verschuldung *(Kapitel 6.1)*.

8.2 · Übertragbarkeit und Gesamtscore

Die Übertragbarkeit wird wie in den bisherigen Studien der Reihe für vier Zielgruppen bewertet, je 0 bis 5 Punkte.

Zielgruppe	Harvard	Yale (Studie 002)
Unternehmer:innen	3/5	3/5
Privatpersonen	2/5	2/5
Institutionelle Anleger	4/5	4/5
System-Transfer Österreich	3/5	3/5
Summe	**12/20**	12/20
entspricht	**3,00 von 5**	3,00 von 5

Punkt-Bewertung 0 bis 5 je Zielgruppe. Yale-Werte aus Studie 002 dieser Reihe.

Was übertragbar ist und wo die Grenze liegt:

- **Unternehmer:innen, 3 von 5.** Übertragbar: das Vermögen aus Erträgen statt aus Zuflüssen wachsen zu lassen und Entnahmen an eine Regel zu binden. Grenze: Der Zugang zu Private Equity und Hedgefonds ist in dieser Form nicht übertragbar.
- **Privatpersonen, 2 von 5.** Übertragbar: die Ausschüttungsdisziplin, also die Entnahme am langfristigen Ertrag auszurichten. Grenze: 41 % Private Equity und 31 % Hedgefonds lassen sich nicht nachbilden.
- **Institutionelle Anleger, 4 von 5.** Übertragbar: das Risiko an der Tragfähigkeit des Trägers ausrichten, die Kontinuität der Führung sichern, Liquidität planen; dazu die Umstellung auf ein Generalisten-Modell als Fallbeispiel. Grenze: der Anlagehorizont ohne Enddatum und der Anteil illiquider Anlagen. Übertragbar sind die Prinzipien, nicht die Quoten.
- **System-Transfer Österreich, 3 von 5.** Übertragbar: die Frage, ob die Ausschüttung per Beschluss oder per Formel geregelt wird, und die Abhängigkeit des Trägers vom Vermögen als Steuerungsgröße. Grenze: der Rahmen einer US-Stiftungsuniversität mit Spenden und eigener Besteuerung.

Aus beiden Ebenen ergibt sich der Gesamtscore:

Ebene	Score	Gewicht	Beitrag
Ebene 1 · Systemqualität	3,14 von 5	60 %	1,89
Ebene 2 · Übertragbarkeit	3,00 von 5	40 %	1,20
Gesamtscore	**3,09 von 5**		

Die Qualitätsbänder des Reihen-Standards sind wie folgt abgegrenzt: 4,50 bis 5,00 Referenz-Standard · 4,00 bis 4,49 Stark · 3,50 bis 3,99 Solide · 3,00 bis 3,49 Funktional · unter 3,00 strukturell schwach. Harvard liegt mit 3,09 knapp über der unteren Grenze des Bands Funktional.

Die Einordnung reagiert empfindlich auf einzelne Punkte: Ein Punkt weniger in einer der sieben Dimensionen senkt den Gesamtscore auf 3,00 und damit genau auf die Bandgrenze, ein Punkt mehr hebt ihn auf 3,17. Aussagekräftig ist die Einordnung deshalb nur zusammen mit der Bewertungstabelle in Kapitel 8.1. Zum Vergleich: Der KENFO erreichte in Studie 003 einen Gesamtscore von 3,34. Yale erreichte in Studie 002 einen Wert von 3,6, dort allerdings mit einem anderen Dimensionen-Set auf Ebene 1; die beiden Werte sind deshalb nur eingeschränkt vergleichbar.

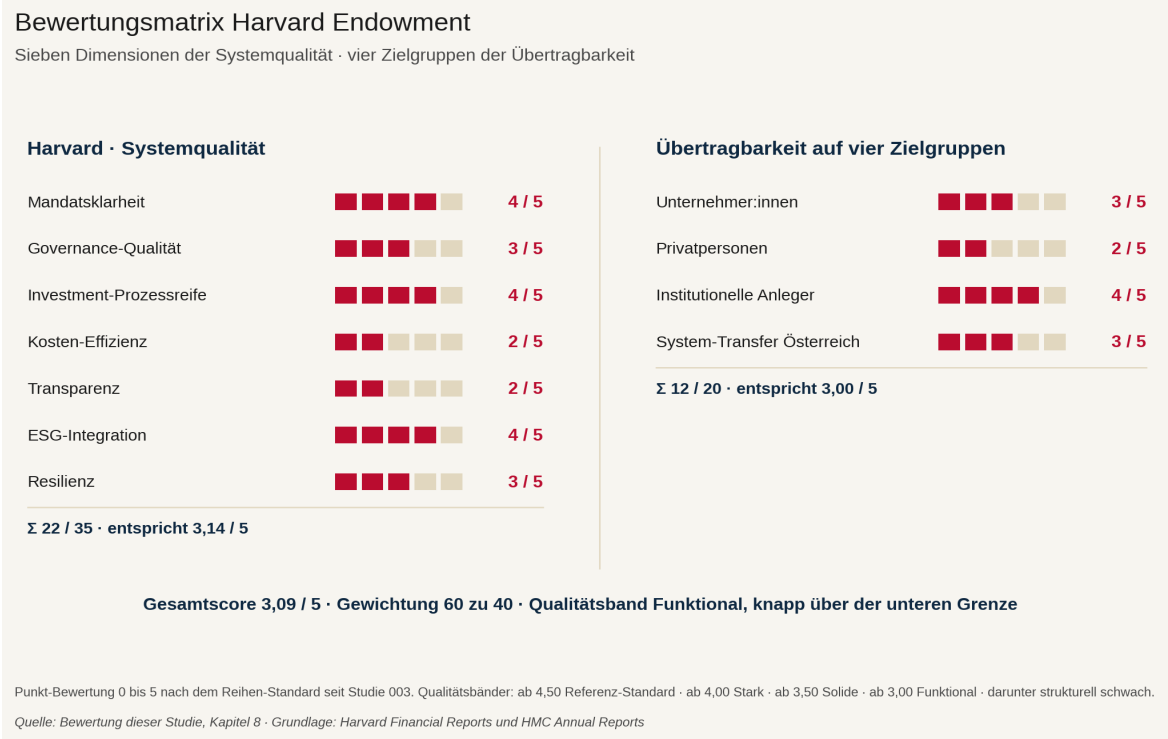

Abbildung 10 Bewertungsmatrix Harvard · Links die Systemqualität nach sieben Dimensionen, rechts die Übertragbarkeit auf vier Zielgruppen, je 0 bis 5 Punkte.

8.3 · Die Antworten auf die zwei Forschungsfragen

Warum hinkt Harvard Yale hinterher? Die Zahlen sprechen gegen eine Erklärung: Der Rückstand ist älter als die Führungswechsel an der Spitze der HMC. Ob ein vorsichtigeres Risikoprofil beitrug, lässt sich mit der gemessenen Schwankung nicht prüfen *(Kapitel 7.2)*; es gehört zur Frage der Allokation. Offen bleiben drei Erklärungen, die zusammenhängen: das Modell (bis 2016 ein Hybridmodell mit eigenen Teams), die Allokation und der Zugang zu Managern. Die Studie benennt sie als Erklärungsansätze und nicht als Befund, weil Renditereihen sie nicht voneinander trennen können *(Kapitel 7.4)*.

Belegt ist die Abfolge. Der Rückstand bestand von 2000 bis 2021 in jeder Phase. Von 2017 bis 2021 betrug er noch 1,95 Prozentpunkte pro Jahr, über 2017 bis 2025 insgesamt 0,71 Prozentpunkte pro Jahr *(Kapitel 7.3)*. Die Verringerung fällt allerdings mit der Neubewertung privater Märkte nach 2021 zusammen *(Kapitel 7.6)*.

Was sagt das über Yale? Yale lag bis 2021 in jeder Phase vorn, um 1,95 bis 3,24 Prozentpunkte pro Jahr, gegenüber einer Universität mit ähnlichem Auftrag und ähnlichen Möglichkeiten. Der Vorsprung bestand damit über mehr als zwei Jahrzehnte durchgehend, wenn auch in unterschiedlicher Höhe. Seit 2022 liegt Harvard vorn. Diese Phase umfasst erst vier Geschäftsjahre und beginnt unmittelbar nach Yales stärkstem Jahr. Ob Yales Vorsprung an der Person Swensen hing oder am Zyklus der privaten Märkte, lässt sich auf dieser Basis nicht entscheiden *(Kapitel 7.5 und 7.6)*.

8.4 · Was Institutionen im deutschsprachigen Raum daraus lernen können

1. **Die Ausschüttung an den Träger als Regel fassen.** Harvard legt die Ausschüttung jährlich per Beschluss fest; die Quote schwankte zwischen 4,2 % und 6,1 %. Yale glättet die Ausschüttung dagegen mit einer 80/20-Formel *(Kapitel 2.4)*.
2. **Das Risiko an der Abhängigkeit des Trägers ausrichten.** Nach Angabe der HMC hält Harvard das Portfoliorisiko bewusst unter dem vieler Vergleichsuniversitäten und begründet das mit dem Budgetanteil von knapp 40 % *(Kapitel 4.5)*.
3. **Kontinuität der Führung als eigenes Risiko behandeln.** Nach Meyer standen bis Ende 2016 sieben Personen an der Spitze der HMC, drei davon interim *(Kapitel 5.2)*.
4. **Nicht nur auf Spenden bauen, um den Cashflow zu finanzieren.** Im Zeitraum 2006 bis 2017 deckten neue Spenden 23 % der Ausschüttung, in den Geschäftsjahren 2024 und 2025 nur noch rund 15 %; das Wachstum kam aus der Anlage *(Kapitel 2.5)*.
5. **Ein Modell übernehmen heißt nicht, sein Ergebnis übernehmen.** Harvard übernahm das von Yale geprägte Prinzip externer Manager 2017. Ob es damit auch Yales Ergebnis erreicht, ist nach den Geschäftsjahren 2017 bis 2025 noch offen *(Kapitel 7.3 und 7.6)*.
6. **Liquidität vor der Krise planen, nicht in ihr.** Harvard ging nach eigener Darstellung mit hohen Zusagen an illiquide Anlageklassen und zu wenig verfügbarer Liquidität in die Finanzkrise. Die offenen Kapitalzusagen wurden danach um rund 3 Mrd. USD gesenkt *(Kapitel 6.1)*.

8.5 · Fazit

Harvard ist kein schwacher Investor. Über die 25 Jahre bis 2025 liegt das Endowment 1,6 Prozentpunkte pro Jahr über dem Durchschnitt der US-Hochschul-Endowments *(Kapitel 6.3)*. Gegenüber Yale bleibt in den Geschäftsjahren 2000 bis 2025 ein Rückstand von 2,14 Prozentpunkten pro Jahr, bei geringfügig niedrigerer gemessener Schwankung *(Kapitel 7.2)*.

Dieser Rückstand ist älter als die Führungswechsel an der Spitze der HMC: Er bestand bereits 2000 bis 2005 mit 3,24 Prozentpunkten pro Jahr. Als Erklärung kommen das Modell, die Allokation und der Zugang zu Managern in Frage; die Renditedaten können diese drei nicht voneinander trennen. Fest steht die zeitliche Abfolge: Seit der Umstellung auf externe Manager und ein Generalisten-Modell hat sich der Abstand verringert, 2017 bis 2025 auf 0,71 Prozentpunkte pro Jahr. Seit 2022 liegt Harvard vorn. Ob das am neuen Modell liegt oder an der Neubewertung privater Märkte nach 2021, lässt sich nach vier Geschäftsjahren nicht entscheiden *(Kapitel 7.6)*.

Für Institutionen im deutschsprachigen Raum liegt der Wert des Falls weniger im Portfolio als in vier Fragen der Konstruktion: Wie ist die Ausschüttung an den Träger geregelt? Wie viel Risiko verträgt der Träger? Wie wird die Kontinuität der Führung gesichert? Und wie viel Liquidität steht bereit, bevor eine Krise beginnt?

Erfolgreich, aber über zwei Jahrzehnte hinter Yale.

DR. JOSEF OBERGANTSCHNIG