

HANDBUCH
KULTURSTIFTUNGEN

Ein Ratgeber für die Praxis

2. überarbeitete Auflage, Berlin 2004

Impressum

■ Herausgeber

Die Beauftragte der Bundesregierung
für Kultur und Medien
Graurheindorfer Straße 198
53117 Bonn
Tel.: 01888 - 681 -0 (- 35 42)
Fax: 01888 - 681 -38 74
poststelle@bkm.bmi.bund.de
www.bund.de

Bundesverband Deutscher Stiftungen e. V.

Alfried-Krupp-Haus
Binger Straße 40
14197 Berlin
Tel.: 030 - 89 79 47 -0
Fax: 030 - 89 79 47 -11
bundesverband@stiftungen.org
www.stiftungen.org
www.stiftungsverlag.de

Deutscher Kulturrat

Chausseestraße 103
10115 Berlin
Tel.: 030 - 24 72 80 14
Fax: 030 - 24 72 12 45
DtKulturrat@aol.com
www.kulturrat.de

■ Projekt- und Redaktionsleitung

Janine Maurer
Bundesverband Deutscher Stiftungen
janine.maurer@stiftungen.org

■ Redaktionsassistentin

Jana Wuttke

■ Verlag

Bundesverband Deutscher Stiftungen

■ Gestaltung/Satz

stickfish productions · Christian Mathis

■ Druck

Oktoberdruck AG

■ ISBN

3-927645-81-8

2. überarbeitete Auflage, Berlin 2004

Für die finanzielle Förderung dieser
Publikation danken wir der Beauftragten
der Bundesregierung für Kultur und Medien.

Die Vermögensanlage in gemeinnützigen Stiftungen

von Holger Benke

Neben einer relativ geringen Anzahl sehr großer Stiftungen mit Vermögenswerten von mehreren Hundert Millionen oder gar einigen Milliarden Euro gibt es in Deutschland eine Vielzahl kleiner Stiftungsvermögen.

Betrachtet man die Vermögensstruktur von Stiftungen, so lassen sich – unabhängig von der Größe – im Wesentlichen zwei Fallgruppen unterscheiden: Entweder ist das Stiftungsvermögen in Wertpapieren und/oder Immobilien mehr oder weniger breit gestreut investiert, oder der Stifter hat ein einzelnes Unternehmen in die Stiftung eingebracht. Natürlich liegt es im Ermessen des Stifters, mit welchen Vermögenswerten er „seine“ Stiftung ausstattet. Grundsätzlich gilt aber, dass breit diversifizierte Vermögensanlagen eine weit größere Chance haben, lange Zeiträume zu überleben als einseitig in einem Unternehmen oder wenigen Immobilien angelegte Werte. Kurz gesagt: „Klumpenrisiken“ sind riskant! Wenn möglich, sollten deshalb schon bei der Errichtung der Stiftung die Weichen richtig gestellt und der Grundsatz der Risikostreuung in die Satzung aufgenommen werden.

Geschäftsführer der
gemeinnützigen
Hertie-Stiftung, Frankfurt

Ziele der Vermögensanlage

Als wichtigste Ziele der Vermögensanlage gelten Rentabilität, Sicherheit und Liquidität der Anlagen, wobei sich das Liquiditätsproblem bei näherer Betrachtung in ein Rentabilitäts- bzw. Risikoproblem überführen lässt.

Die Ziele Rentabilität und Sicherheit der Anlagen konkurrieren miteinander. Im Normalfall geht hohe Rentabilität mit hohem Risiko einher, sodass die Forderung nach höchstmöglicher Rendite bei zugleich geringstmöglichem Risiko unerfüllbar ist.

Durch die Forderung nach „Ewigkeit der Zweckerfüllung“ erhält der Risikobegriff eine über die übliche Betrachtungsweise hinausgehende Dimension: Das Vermögen ist nicht nur „sicher“ anzulegen, sondern darüber hinaus in seiner Substanz dauerhaft zu erhalten. Wird dieses Ziel nachhaltig verfehlt, versinkt die Stiftung in Bedeutungslosigkeit.

Unter „Risiko“ wird in der Vermögensanlage meist die historische Schwankung der Performance (bestehend aus laufenden Erträgen plus/minus Kursveränderungen) um einen Mittelwert verstanden. „Ausreißer“ in der Wertentwicklung werden im Rahmen einer Durch-

schnittsbildung nivelliert und damit verharmlost. Wer in sehr langen Zeiträumen denkt, kann es sich jedoch nicht leisten, die „weniger wahrscheinlichen Fälle“ (Vermögensverluste z. B. durch Wirtschaftskrisen, große Inflationen, politische Umwälzungen, Kriegseinflüsse) einfach zu ignorieren. Wenn wir an die Ereignisse des 11. September 2001 zurückdenken, wird deutlich, was gemeint ist. Es ist eine Vermögensstruktur herzustellen, die unter möglichst vielen denkbaren Szenarien ein dauerhaftes Überleben der Stiftung sicherstellt und zugleich angemessene, relativ stabile Erträge abwirft.

Spielt man verschiedene wirtschaftliche Umweltszenarien unter dieser Vorgabe durch, so kommt stets die gleiche Empfehlung heraus: Streuen, streuen und nochmals streuen! Sowohl regional, als auch in Bezug auf die Anlagemedien (Aktien, Festverzinsliche, Immobilien). Dabei dürfen durchaus einzelne „riskante“ Anlagen mit höheren Ertragschancen beigemischt werden, solange man gleichzeitig andere Werte ins Portefeuille nimmt, die in ihrer Performance mit diesen nicht hoch oder im Idealfall sogar negativ korreliert sind. Und sollte es doch einmal – wie jüngst geschehen – zu größeren Kursverlusten auf breiter Front kommen, so kann eine „auf ewig“ angelegte Stiftung dies mit relativer Gelassenheit sehen.

Unbestreitbar ist im Übrigen, dass festverzinsliche Anlagen oder gar „mündelsichere Papiere“ keinesfalls risikoarm sind. Vermeintlich sichere Bundesanleihen aus dem Jahr 1998 (Laufzeit 30 Jahre, Nominalzins 4,75 Prozent, Kaufkurs 100) notieren heute bei einem Marktzins von etwa 5,4 Prozent nur noch bei 91,30. Wäre der Marktzins kräftiger angestiegen, z. B. auf 8 Prozent, so hätte der Kursverlust fast 40 Prozent betragen. Eine vollständige Anlage in festverzinslichen Wertpapieren ist deshalb nicht ratsam.

Zu beachten ist, dass Stiftungsrecht und Stiftungsaufsicht in Deutschland je nach Bundesland individuelle Besonderheiten aufweisen. Im Zweifel empfiehlt es sich, die geplante Anlagestruktur oder – soweit vorhanden – die „Grundsätze der Vermögensanlage“ mit der Stiftungsaufsicht abzustimmen oder ihr zumindest zur Kenntnis zu geben.

Substanzerhaltung und Vermögensstruktur

Sinnvoll ist für Stiftungen eine Mischung aus Festverzinslichem (ca. 50 Prozent), Aktien (ca. 25 - 30 Prozent) und Immobilien (ca. 20 - 25 Prozent) im In- und Ausland. Diese Empfehlung gilt unabhängig von der Größe einer Stiftung, da die Strategie auch bereits mit kleinen Beträgen zum Beispiel über Anteile von Publikumsfonds (Wertpapiere und Immobilien) oder Indexzertifikate realisiert werden kann.

Ein breit gestreutes Vermögen ist auch am ehesten geeignet, das stiftungsrechtliche Gebot der dauerhaften Erhaltung des Stiftungsvermögens (im Sinne einer realen Substanzerhaltung) zu erfüllen. Nach den Regelungen der Abgabenordnung (§ 58 Nr. 7a) darf eine Stiftung bis zu einem Drittel des Überschusses der Einnahmen über die „Unkosten“ aus der Vermögensverwaltung einer freien Rücklage zuführen.

Rechenbeispiel: Unterstellt man bei einem reinen Rentenanleger in der derzeitigen Niedrigzinsphase einen Einnahmeüberschuss von 4,5 Prozent bei einer Inflationsrate von 2 Prozent, so reicht die maximale Rücklagendotierung gemäß Abgabenordnung von einem Drittel (hier also: 1,5 Prozent) nicht aus, um die Substanz des Vermögens zu erhalten.

Hat der Anleger dagegen einen Teil seiner Anlagen in Substanzwerte investiert (Aktien, Immobilien), so sorgt zumindest dieser Teil der Anlagen auf lange Sicht gewissermaßen selbst für seine Substanzerhaltung. Während „Papiergeldanlagen“ (Festverzinsliche) bei Inflation real an Wert verlieren, bleibt die Immobiliensubstanz davon unberührt.

Aktienanlagen unterliegen zwar im Zeitablauf zum Teil heftigen Wertschwankungen, haben aber in der langfristigen Betrachtung unter Einbeziehung von Dividenden und Kursgewinnen eindeutig besser abgeschnitten als Rentenanlagen. Es kommt hinzu, dass Kursgewinne – ebenso wie Wertsteigerungen bei Immobilien – nicht der Mittelverwendungspflicht unterliegen. Von der Gesamtperformance ist also ein wesentlich geringerer Teil der gemeinnützigen Mittelverwendung zuzuführen als bei Zinserträgen aus Festverzinslichen.

Anlagestrategie: aktives oder passives Management?

Bei der Umsetzung der Anlagestrategie hat sich die Stiftung wie jeder Anleger zwei wesentliche Fragen zu stellen: Ist ein aktiver oder ein eher passiver Managementstil erfolgversprechender? Und: Was erledigt sie selbst, was sollte sie „outsourcen“?

Zum Managementstil einige theoretische Überlegungen und Erfahrungen aus der Praxis: Geht man von der Annahme aus, ein Wertpapierindex (z. B. DAX oder STOXX als Benchmark) würde den deutschen Aktienmarkt in seiner Gesamtheit annähernd korrekt abbilden, so stellt die Performance des Indexes das Anlageergebnis des „durchschnittlichen Anlegers“ dar. Ziel des aktiven Vermögensmanagers ist es, dessen Performance zu übertreffen.

Definitionsgemäß ist allerdings ausgeschlossen, dass eine Mehrheit der Anleger auf Dauer besser abschneidet als der „durchschnittliche Anleger“. Da unsere heutigen Märkte fast ausnahmslos von professionellen Managern beherrscht werden (Banken, Kapitalanlagegesellschaften, Institutionelle), müssen nach der statistischen Logik auch Profis genauso häufig gegenüber dem Index auf der Verliererseite liegen, wie andere Profis ihn übertreffen. Es lässt sich nicht plausibel begründen, warum es einer einzelnen Stiftung oder den von ihr ausgewählten Anlageberatern gelingen sollte, dauerhaft auf der Gewinnerseite zu stehen. Berücksichtigt man die hohen Kosten des aktiven Managements, so ist langfristig sogar ein Ergebnis unterhalb der Indexperformance zu erwarten.

Der „passive Manager“ akzeptiert diese Erkenntnis und beschränkt sich auf eine Nachbildung des Indexes zu möglichst geringen Kosten. So wird er auf lange Sicht bessere Ergebnisse erzielen als der „durchschnittliche (aktive) Anleger“.

Anders kann argumentiert werden, wenn es um unvollkommene Märkte und Spezialitäten geht (z. B. Neuer Markt, Unternehmensanleihen, Wandelanleihen und Genussscheine), wo sich durch gründliche Markt- und Wertpapieranalysen Informationsvorsprünge erzielen lassen. Auch hier gilt allerdings: Aktives Management lohnt erst, wenn sämtliche Kosten der Informationsbeschaffung, der Umsatztätigkeit und des Managements nicht nur hereingeholt, sondern übertroffen werden. Deshalb sollte die Stiftung die Performance ihrer Vermögensverwalter möglichst an einem geeigneten Index messen.

Erfolgreiche Vermögensanlage erfordert Know-how, und dies gilt auch und gerade für das passive Management. Es ist nämlich gar nicht so einfach, einen Index 1:1 nachzubilden. Banken empfehlen deshalb oft Indexzertifikate. Doch Vorsicht: Indexzertifikate sind Schuldverschreibungen, das heißt, die emittierende Bank garantiert dem Kunden zwar eine dem Index entsprechende Performance (abzüglich einer relativ geringen Kosten-/Gewinnspanne), er wird jedoch nicht etwa Eigentümer der im Index enthaltenen Wertpapiere. Das Bonitätsrisiko der Bank kann also voll auf den Anleger durchschlagen. Auch diese Anlagen sollten deshalb hinreichend gestreut werden.

Schließlich sollte die Stiftung eine „Anlagepolitik der ruhigen Hand“ betreiben und nicht der Versuchung erliegen, die Vermögensstruktur vor dem Hintergrund von Marktschwankungen immer wieder „umzukrempeln“ (Realisierung von Kursgewinnen, Tauschoperationen). Auch wenn Anlageberater und Banken dies aus verständlichen Gründen anders sehen: Häufige Umschichtungen und die damit verbundenen Kosten sind der größte Feind der Performance. Besonders wirken sich die Transaktionskosten wegen des sogenannten Ausgabeaufschlages (ca. 3 bis 5 Prozent) bei Anlagen in Anteilen von Publikumsfonds aus, es sei denn, die Kapitalanlagegesellschaft gestattet einen kostengünstigen Tausch innerhalb der eigenen Fondspalette. Anlagen in Publikumsfonds sollten im Normalfall als langfristige Investments gesehen werden.

„Outsourcen“ oder „Selbermachen“?

Die Frage, ob die Stiftung ihre Anlagen selbst managen oder in fremde Hände geben sollte, kann nur im Einzelfall entschieden werden. Eigenes Management erfordert entsprechend ausgebildetes Personal, technische Ausstattung, ein internes Berichtswesen, ein adäquates Kontrollsystem und nicht zuletzt die Bereitschaft des Stiftungsvorstandes, sich fachlich mit der Thematik auseinander zu setzen. Ein unbestreitbarer Vorteil liegt darin, dass so auf Seiten der Stiftung Know-how und Professionalität in Fragen der Vermögensanlage entsteht und vorgehalten wird. Dies zahlt sich im Verhältnis zu Banken und Kapitalanlagegesellschaften aus (Zins- und Gebührenverhandlungen, Controlling der Managementleistung usw.).

Wird das Vermögensmanagement in fremde Hände gegeben, ist Streuung auch in Bezug auf die Manager besonders wichtig. Zwar wird es im Normalfall kostengünstiger sein, das gesamte Vermögen nur einem Verwalter, z. B. der „Hausbank“ anzuvertrauen. Das Risiko, bezüglich der gesamten Vermögensanlage falsch beraten zu werden, überwiegt hier aber das Kostenproblem bei weitem. Selbst kleine Stiftungsvermögen von z. B. nur einer oder zwei Millionen Euro sollten deshalb auf mindestens zwei, besser drei Vermögensmanager verteilt werden, auch wenn dies zu einer höheren Gebührenbelastung führt. Aufgabe des Stiftungsvorstandes ist es, nötigenfalls unter Einschaltung von Beratern oder mithilfe großer, in der Vermögensanlage erfahrener Stiftungen, die Gesamtanlagestrategie vorab festzulegen und den Verwaltern klar definierte Aufgaben zuzuweisen.

Betrachtet man existierende Stiftungen, so ist häufig festzustellen, dass der Mittelverwendung in Bezug auf die Personal- und Sachmittelausstattung – bis hinauf in die Stiftungsvorstände – größere Aufmerksamkeit geschenkt wird als der Vermögensanlage. Wichtig ist die Erkenntnis, dass in der Förderung und Projektarbeit nur verwendet werden kann, was zuvor in der Vermögensanlage erwirtschaftet wurde. Das Vermögensmanagement gehört zu den originären Aufgaben der Stiftung und des Stiftungsvorstandes. Es sollte mit gleicher Sorgfalt wie die Mittelverwendung betrieben werden.