

Vermögensanlage in gemeinnützigen Stiftungen

Holger Benke

Banken und Kapitalanlagegesellschaften bemühen sich intensiv um die Generation der Erben als Kunden im Vermögensanlagegeschäft. Wo keine Erben vorhanden sind, werden große Vermögen zunehmend auf Stiftungen übertragen. Für professionelle Berater ist es deshalb wichtig, auch auf diesem Gebiet Know-how zu erwerben. An welchen Zielen orientiert sich die Vermögensanlagepolitik von Stiftungen? Lassen sich die aus der Portfoliotheorie bekannten Risiko/Ertragskalküle auf Stiftungen übertragen? Welche Möglichkeiten und Begrenzungen ergeben sich aus stiftungs- und steuerrechtlichen Regelungen?*

Mit der Errichtung einer Stiftung be gibt sich der Stifter unwiderruflich des Eigentums an den eingebrachten Vermögenswerten, überträgt die Verfügungsgewalt über das Vermögen auf die Stiftungsorgane und legt einen mehr oder weniger exakt definierten Stiftungszweck fest. Gemeinnützige Stiftungen sind selbstlos tätig, d. h. sie dienen nicht der materiellen Versorgung des Stifters, seiner Familie oder deren Nachkommen, sondern finanzieren unmittelbar oder durch gezielte Zuwendungen an andere Institutionen mildtätige, kirchliche oder sonstige dem Allgemeinwohl dienende Aufgaben.

In der Regel kann unterstellt werden, daß gemeinnützige Stiftungen »auf ewig« angelegt sind, es sei denn, der Stifter hätte ausdrücklich etwas anderes bestimmt (Fall der Verbrauchsstiftung). Die Erfüllung des Stiftungszwecks, der Aspekt der Ewigkeit bzw. Nachhaltigkeit der Zweckerfüllung und die Gemeinnützigkeit bilden ein »magisches Dreieck«, in dem sich die Kapitalanlagenmanager von Stiftungen zu bewegen haben.

Magisches Dreieck

● Nach dem Willen des Stifters und den gesetzlichen Regelungen steht die Erfüllung des Stiftungszwecks an oberster Stelle des Zielkatalogs. Folglich ist es nur in Grenzen gestattet, Erträge aus der Anlage des Vermögens zu thesaurieren, statt sie zeitnah für den Stiftungszweck zu verwenden (Admassierungsverbot).

Gleichzeitig dürfte es in der Regel dem Willen des Stifters entsprechen, daß die aus der Stiftung Begünstigten (z. B. ein Altenheim oder ein Krankenhaus) in den Genuß regelmäßiger Leistungen kommen. Der Vermögensmanager einer Stiftung sucht ein Portefeuille mit geringer Volatilität der Erträge und kann folglich keine exorbitant hohe Performance erwarten.

● Ein Vermögen, das »auf ewig« erhalten bleiben soll, muß so strukturiert werden, daß ewiges Überleben – soweit es nach der begrenzten menschlichen Vorstellungskraft überhaupt möglich erscheint – sichergestellt wird. Präziser formuliert: Es ist dafür zu sorgen, daß das Vermögen nicht nur nominal, sondern auch real, in seiner Leistungskraft, auf Dauer erhalten bleibt.

● Gemeinnützig tätige Institutionen genießen Steuerfreiheit, womit der Fiskus einen erheblichen Beitrag zur Erfüllung des Stiftungszwecks leistet. Im Gegenzug haben die begünstigten Institutionen jede gewerbliche Tätigkeit zu unterlassen, denn diese soll nicht von der Steuer befreit werden.

Wer sich näher mit der Frage der Abgrenzung zwischen steuerfreier Vermögensanlage und gewerblicher Tätigkeit beschäftigt, wird feststellen, daß es sich hier um ein schwieriges Rechtsgebiet handelt. Gerade in dieser Frage erscheint umsichtiges Handeln der Stiftung angebracht, denn ein Verlust der Gemeinnützigkeit wäre fatal. Zu dieser Thematik sei auf die einschlägige Literatur verwiesen.¹

Betrachtet man die Vermögensstruktur von Stiftungen, so lassen sich in der Praxis zwei Fallgruppen unterscheiden. Hat der Stifter das Vermögen in Form von marktgängigen Wertpapieren oder durch Bareinlage geleistet, sind die meisten Stiftungen – wie übrigens auch andere institutionelle Anleger – weit überwiegend in festverzinslichen Wertpapieren investiert. Diese Anlage wird als risikoarm und relativ ertragreich angesehen. Oft werden aber auch komplette Unternehmen, namhafte Unternehmensbeteiligungen oder Immobilienbestände in Stiftungen eingebracht, weil der Stifter auf diese Weise sein Lebenswerk auch nach seinem Tode fortgeführt sehen möchte.

Folgt man den Erkenntnissen der modernen Portfoliotheorie, sind beide Fälle als riskant einzustufen. Ein ein-

zernes Unternehmen ist von Mißerfolg am Markt oder gar Konkurs bedroht, Nominalwertanlagen sind der Inflation schutzlos ausgeliefert. William Sharpe ist zuzustimmen, wenn er Streuung, Streuung und nochmals Streuung als die drei wichtigsten Regeln der Vermögensanlage bezeichnet.²

Ein verantwortungsbewußtes Stiftungsmanagement müßte es eigentlich als seine erste und wichtigste Aufgabe ansehen, ein vom Stifter eingebrachtes Unternehmen zu veräußern und das Vermögen diversifiziert anzulegen. Wiederum gilt einschränkend: soweit vom Stifter nicht anders festgelegt.

Risikobegriff

Unter Risiko wird im allgemeinen die Schwankung der Performance um einen Mittelwert verstanden; »Risiko« kann demnach auch eine positive Abweichung vom Durchschnittswert sein, es sei denn, man würde explizit nur die »ungünstige Seite« betrachten (downside risk). In der Praxis ermittelt man aus historischen Daten über einzelne Anlagen oder Märkte die Durchschnittsperformance für eine bestimmte Periode, bestehend aus laufenden Erträgen (Zinsen, Dividenden) und Kursveränderungen, und – als allgemein bekannte statistische Maßzahl – die Varianz bzw. Standardabweichung der Zeitreihe.

Zeitlich begrenzt werden diese Betrachtungen allerdings durch die Verfügbarkeit des Datenmaterials; leider liegen oft noch nicht einmal für die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg komplette Daten vor.³ Ferner ist zu berücksichtigen, daß die (einfache) Standardabweichung nur eine Eintrittswahrscheinlichkeit von zwei Dritteln abdeckt.

Betrachtet man die Historie, so hatten gerade die außergewöhnlichen Ereignisse jenseits der Zweidrittelwahrscheinlichkeit und der von der Statistik erfaßten Zeiträume erheblichen

Einfluß auf das Schicksal großer Vermögen. Kriegereignisse, Wirtschaftskrisen und Inflationen haben bedeutende Vermögen vernichtet und neue entstehen lassen. Die Nachkriegszeit als Schönwetterperiode der westlichen Volkswirtschaften ist nicht repräsentativ und keinesfalls geeignet, Trends und »optimale Portefeuilles« einfach in die Zukunft fortzuschreiben.

Vor dem Hintergrund der Ewigkeit dürfen auch Ereignisse, deren Eintritt heute als unwahrscheinlich gilt, nicht einfach ignoriert werden. Ein sehr langfristig orientierter Anleger sollte nicht in Wahrscheinlichkeiten, sondern in Möglichkeiten und Szenarien denken.

Spielt man gedanklich verschiedene Szenarien durch (z. B. die Folgen einer galoppierenden Inflation, einer erneuten Verschärfung des Ost-West-Konflikts, einer gravierenden innenpolitischen Umwälzung – z. B. infolge der permanent steigenden Arbeitslosigkeit –, eines möglichen Scheiterns oder Mißerfolgs der geplanten Europäischen Währungsunion), wird deutlich, daß es »die« optimale Strategie zur langfristigen Vermögenserhaltung nicht geben kann. Eindeutig ist nur, daß »Klumpenrisiken« auf jeden Fall zu vermeiden sind, und zwar sowohl hinsichtlich der Anlagemedien als auch regional.⁴ Man werfe einen Blick auf den Globus um zu erkennen, wie klein Deutschland und wie groß die übrige Welt ist.

Vermögenserhaltung

Nach den stiftungsrechtlichen Vorschriften ist das Vermögen einer auf Dauer angelegten Stiftung ungeschmälert zu erhalten. Dabei ist aus ökonomischer Sicht unbestreitbar, daß nur eine reale (nicht etwa nominale) Vermögenserhaltung gemeint sein kann. Das Vermögenswachstum einer Stiftung müßte zumindest der Inflationsrate entsprechen, wenn die Substanz erhalten bleiben soll.

Schwierigkeiten bereitet aber die Ermittlung »der« Inflationsrate und damit auch die Zieldefinition. Da es nicht Aufgabe einer gemeinnützigen Stiftung ist, einen Vier-Personen-Arbeitnehmerhaushalt mit mittlerem Einkommen zu alimentieren, taugt der Konsumentenpreisindex nicht als Maßlatte. Vielmehr wäre eine spezielle Inflationsrate für die aus Stiftungserträgen zu erbringenden Leistungen zu ermitteln. Dabei taucht allerdings das Problem auf, daß nur der »Warenkorb« aus der Vergangenheit, nicht jedoch der zukünftige bekannt ist.

Hat der Stifter Aufgaben und Ziele der Stiftung eher vage formuliert (z. B. Förderung »der Künste« oder »der Wissenschaft«), so müssen diese von den Stiftungsorganen konkretisiert und weiterentwickelt werden. Die Ausgabenstrukturen können deshalb in der Zukunft ganz anders aussehen als in der Vergangenheit. Ist es logisch überhaupt möglich, die Leistungskraft für eine ex ante nicht exakt definierte Ausgabenstruktur real zu erhalten?

Ähnliche Probleme bereitet auch die Messung des Zielerreichungsgrades. Ermittelt man (trotz aller Probleme mit dem Preisindex) regelmäßig per Planungshorizont ein »inflationbereinigtes Zielvermögen« und stellt diesem das tatsächliche Vermögen (bewertet zu Marktpreisen) gegenüber, so wird der Zielerreichungsgrad insbesondere bei hohen, nicht hinreichend diversifizierten Aktien- und Fremdwährungsanteilen erheblich schwanken.

In der Nachkriegszeit gab es lange Phasen, in denen die Performance des deutschen Aktienmarktes nicht einmal die Inflationsrate ausgleichen konnte, und andere Zeiträume, in denen der Markt haussierte. Gleiches gilt für die Devisenmärkte. Wurde das Zielvermögen zunächst für Jahre unterschritten, in einer daran anschließenden Phase bei weitem übertroffen, um dann wieder für längere Zeit unter den Zielkorridor zu sinken,

ist das Ziel der Substanzerhaltung dann erreicht oder verfehlt?

Politik zur Erhaltung der Leistungskraft ist nicht in erster Linie ein quantitatives, an der Vergangenheit zu orientierendes Problem, sondern qualitativer Natur und auf die Zukunft zu richten. Was nützt es einem reinen Rentenanleger, sein Vermögen über Jahre auf einem idealtypischen Wachstumspfad erhalten zu haben, wenn es aufgrund mangelnder Diversifizierung durch einen nicht planbaren, »externen Schock« (z. B. plötzliche Inflationierung, politische Umwälzungen, Wirtschaftskrisen) zu großen Teilen verloren gehen kann?

Diversifizierung

Es ist eine Vermögensstruktur herzustellen, die das »Unternehmen Stiftung« robust gegen mögliche Vermögensverluste in der Zukunft macht – seien sie durch schleichende Prozesse oder schockartige Ereignisse begründet. Selbstverständlich hat das Stiftungsmanagement auch möglichst stabile laufende Erträge sicherzustellen, um den Stiftungszweck erfüllen zu können. Gold, Edelsteine, Gemälde und andere Anlageformen ohne laufende Erträge sollten nur im Stiftungsvermögen vertreten sein, wenn ihr Besitz ausdrücklich vorgesehen ist (z. B. Unterhaltung einer Ausstellung als Stiftungszweck).

Neben Renten- und Immobilienanlagen ist die Aktie ein ideales Anlagemedium für Stiftungen. Aktien repräsentieren die in den Unternehmen vorhandenen Sachwerte, die Qualität von Gütern und Dienstleistungen, das Know-how des Managements und der Mitarbeiter, Standortvor- bzw. -nachteile, den Nutzen der Internationalität deutscher Unternehmen und vieles mehr.

Sie stellen ein diversifiziertes Portefeuille all jener Faktoren dar, die die derzeitige und künftige Leistungskraft unserer Volkswirtschaft ausmachen.

Wer in dieses Portefeuille investiert und sich von zeitweisen Schwankungen der Marktpreise nicht beeindrucken läßt, sichert auf lange Sicht die Leistungskraft seines Vermögens in gleicher Weise wie die Wirtschaft insgesamt. Dafür muß der Anleger eine geringere Ausschüttungsrendite seiner Anlagen in Kauf nehmen.

Betrachtet man große, alte Vermögen, die über Jahrhunderte bewahrt werden konnten, so waren stets hohe Sachwertanteile im Spiel. Vor dem Versuch, so lange wie möglich überwiegend in Renten investiert zu bleiben (noch dazu nur am deutschen Markt), weil diese eine attraktive Rendite und relativ geringe Volatilität in sich vereinigen⁵, und erst »bei Bedarf« zu diversifizieren, muß gewarnt werden. Rentenanleger haben auch in der Vergangenheit meist den Zeitpunkt zum Umstieg in Sachwertanlagen verpaßt. Wie sonst wäre es zu erklären, daß ihre Vermögen in den großen Inflationen regelmäßig vernichtet wurden?

Wegen ihres extrem langfristigen Anlagehorizontes können Stiftungen die Risiken schwankender Kurse – im Gegensatz zu manch anderem Anleger – problemlos tragen. Die Risiken werden zudem oft überschätzt, weil viele Anleger fälschlicherweise nicht das Gesamtportefeuille, sondern einzelne Anlagen betrachten (was durch die Orientierung am deutschen Handelsrecht mit seinem Vorsichts- und Imparitätsprinzip noch gefördert wird).

Bei langfristiger Anlagepolitik sollte es nicht darum gehen, gezielt Risiken durch einseitige Gewichtungsentscheidungen einzugehen, um die Ertragschancen zu heben. Stiftungen sollten international diversifiziert und in den einzelnen Märkten indexnah anlegen, nicht zuletzt unter Kostenaspekten.⁶ Dabei ist das Währungsrisiko nicht als lästige Begleiterscheinung, sondern als eigenständiges Asset mit Ertragschancen und Qualitäten als Diversifikator anzusehen.

Steuerliche Aspekte

Das deutsche Steuerrecht ermöglicht gemeinnützigen Stiftungen, die nach traditionellem Muster fast nur in festverzinslichen Wertpapieren anlegen, keine ausreichende Substanzerhaltung. Gemäß § 58 Nr. 7a) der Abgabenordnung ist es lediglich zulässig, bis zu 25 Prozent des Überschusses der Einnahmen über die »Unkosten« aus der Vermögensverwaltung einer freien Rücklage zuzuführen. Ferner kann nach dem sogenannten Surrogationsprinzip ein eventuell vorhandener Saldo aus Veräußerungsgewinnen und -verlusten gegenüber Anschaffungskosten in eine Rücklage eingestellt werden.⁷

Für ein Rentenportefeuille ist leicht nachzuweisen, daß die 25-Prozent-Regel zur Erhaltung der Vermögenssubstanz nicht ausreicht: Unterstellt man einen durchschnittlichen Einnahmeüberschuß von 7 Prozent, so darf die Rücklagendotierung maximal 1,75 Prozent betragen. Damit kann die durchschnittliche Inflationsrate langfristig nicht aufgefangen werden.

Wichtig ist an dieser Stelle, die Begriffe Performance und »Einnahmen« klar zu unterscheiden. Da die Performance neben den »Einnahmen« die realisierten oder unrealisierten Kursgewinne oder -verluste einschließt und realisierte Kurserfolge mit dem Kapital zu verrechnen sind, kann gleiche Performance verschiedener Anlagen sehr unterschiedliche Auswirkungen auf verfügbare Fördermittel und Rücklagendotierung einer Stiftung haben.

Hier gibt es zwischen Bankberatern und Vermögensmanagern in Stiftungen oft Verständigungsprobleme. Was für einen Portfoliomanager gleichwertig ist (4 Prozent Performance können 4 Prozent Dividende oder 4 Prozent Kursgewinn oder 2 Prozent Dividende plus 2 Prozent Kursgewinn oder 6 Prozent Dividende minus 2 Prozent Kursverlust sein), wirkt sich auf För-

Tabelle: Gleiche Performance – unterschiedliche Auswirkungen auf Ertrag und Stiftungskapital

Anlagemedium, Anschaffungskurs	8% Festverzinsl. Wertpapier Kurs 103	5% Festverzinsl. Wertpapier Kurs 96	Aktie Kurs 788
Kursentwicklung, Erträge	Kurs sinkt auf 102,21 8,00 Zinseinnahme	Kurs steigt auf 97,72 5,00 Zinseinnahme	Kurs steigt auf 840,66 2,50 Dividendeneinnahme
Performance nach Verkauf (1 Jahr nach Anschaffung)	8,00 Zins – 0,79 Kursverlust Anschaffungskurs 103 = 7,0%	5,00 Zins + 1,72 Kursgewinn Anschaffungskurs 96 = 7,0%	2,50 Div. + 52,66 Kursgewinn Anschaffungskurs 788 = 7,0%
Bedeutet je 100 DM Anlagevolumen	Zinsertrag: 7,767 DM Kursverlust: 0,767 DM	Zinsertrag: 5,208 DM Kursgewinn: 1,792 DM	Dividende: 0,317 DM Kursgewinn: 6,683 DM
Auswirkung Ertrag	75% von 7,767: +5,825 DM	75% von 5,208: +3,906 DM	75% von 0,317: +0,238 DM
Auswirkung Kapital	25% von 7,767: +1,942 DM Kursverlust: –0,767 DM Saldo: +1,175 DM	25% von 5,208: +1,302 DM Kursgewinn: +1,792 DM Saldo: +3,094 DM	25% von 0,317: +0,079 DM Kursgewinn: +6,683 DM Saldo: +6,762 DM

dermittel und Kapitalentwicklung einer Stiftung höchst unterschiedlich aus (Tabelle).

Beachtenswert ist, daß die 25-Prozent-Regel für die gesamten Erträge gilt, unabhängig davon, aus welchen Anlagemedien sie fließen. Hier liegt der Schlüssel zur Lösung des Substanzerhaltungsproblems: Aktien- und Immobilienanlagen sind Substanzwerte; das darin gebundene Vermögen ist definitionsgemäß in der Substanz gesichert (ausreichende Diversifikation vorausgesetzt). Zusätzlich erlaubt das Steuerrecht jedoch auch auf Miet- und Dividendenerträge eine 25prozentige Thesaurierung, was zur Substanzerhaltung eigentlich nicht erforderlich wäre.

In Abhängigkeit von der Höhe und Ertragsstruktur der Sachwertkomponente und des Rentenanteils läßt sich nun ein Optimum für die strategische Vermögensallokation ermitteln. Wie hoch müßte der Sachwerteanteil (und die darauf vorzunehmende »Überthesaurierung«) sein, um die ungenügende Thesaurierungsmöglichkeit bei den Rentenanlagen gerade auszugleichen?

Überschlägig: Nehmen wir an, eine Stiftung hätte ihr Vermögen zu je 50 Prozent in Renten und Sachwerten angelegt. Nach Kosten betrage der

laufende Ertrag aus Renten z. B. 7,2 Prozent, aus Sachwerten 4,8 Prozent, durchschnittlich also 6 Prozent. Davon dürfen gemäß Abgabenordnung 25 Prozent thesauriert werden, also 1,5 Prozentpunkte (bezogen auf das Gesamtvermögen). Dieser Betrag kann gedanklich in voller Höhe für die Substanzsicherung des Rentenanteils genutzt werden, der nur 50 Prozent des Gesamtvermögens ausmacht. Es ergibt sich folglich eine Thesaurierungsquote von 3 Prozent, die schon eher geeignet erscheint, eine schleichende Inflation auszugleichen.

Die Crux liegt wiederum darin, daß der Erfolg der Substanzerhaltungspolitik nicht exakt meßbar ist. Das Modell basiert auf der (allerdings höchst plausiblen) Prämisse, daß sich die Qualität von Aktien und Immobilien als »Substanzbewahrer« auf lange Sicht in deren Marktpreisen und Erträgen widerspiegeln wird.

In »normalen Zeiten« mit niedriger Inflationsrate und stabilen wirtschaftlichen und politischen Verhältnissen messen die Märkte dieser Qualität nur geringe Bedeutung zu, dafür jedoch in »schwierigen Zeiten« um so größere (Flucht in die Sachwerte). Der langfristige Wachstumstrend des Aktienmarktes wird überdeckt durch die immer wieder neue kurzfristige Orien-

tierung der Spekulation, durch Überreibungen in die eine oder andere Richtung. Für den langfristigen Anleger sind diese Kursschwankungen nicht relevant; er sollte sie ignorieren.

Nicht gelöst ist bei einer 50prozentigen Nominalwertquote das Risiko, in einer möglichen galoppierenden Inflation große Vermögensverluste zu erleiden. Wer sich auch dagegen schützen will, muß vollständig in die Sachwertkomponente investieren, was allerdings mit einem weiteren Rückgang der laufenden Erträge verbunden wäre.

Schlußbemerkung

Es mag befremdlich erscheinen, in einem eher deflationären Umfeld über galoppierende Inflation nachzudenken und für Sachwertanlagen als »Substanzbewahrer« zu plädieren. Doch Inflation ist nicht nur ein konjunkturelles Phänomen, sondern oft das Resultat struktureller wirtschaftlicher, sozialer oder politischer Veränderungen und Verteilungskämpfe auf nationaler und internationaler Ebene. Und derer gab und gibt es sehr viele. Qualität und Effektivität des Anlagenmanagements einer Stiftung erweisen sich nicht nur in wirtschaftlichen Schönwetterperioden, sondern stehen vor allem in »schwierigen Zeiten« auf dem Prüfstand.

* Holger Benke ist Leiter der Abteilung Vermögensverwaltung in der Volkswagen-Stiftung, Hannover.

¹ Z. B. Carstensen, Carsten: Vermögensverwaltung, Vermögenserhaltung und Rechnungslegung gemeinnütziger Stiftungen, Frankfurt/M. 1994.

² Sharpe, William: Interview mit dem Handelsblatt, abgedruckt am 19. 11. 1993.

³ Vgl. Conen, Ralf/Väth, Hubertus: Risikoprämien am deutschen Kapitalmarkt, in: Die Bank 11/93, S. 642 ff.

⁴ Vgl. Bode, M./van Echelpoel, A./Sievi, Chr.: Multinationale Diversifikation: viel zitiert, kaum befolgt, in: Die Bank 4/94, S. 202 ff.; Benke, Holger/Sendelbach, Klaus: Benchmarkkonzeption für einen Europäischen Rentenfonds, in: Die Bank 6/95, S. 347 ff.

⁵ Vgl. Börsenzeitung vom 19.7.1996 (»Förterer: Die Aktienanlage wird überschätzt«).

⁶ Vgl. Benke, Holger: Das Kostenproblem in der Vermögensanlage, in: Versicherungswirtschaft, Heft 11/1995, S. 716 ff.

⁷ Vgl. Carstensen, a.a.O., S. 162 ff.