



*Diplom-Ökonom
Holger Benke,
Geschäftsführer,
Gemeinnützige
Hertie-Stiftung,
Frankfurt am Main*

Das Substanzerhaltungsproblem – mehr als eine Definitionsfrage

Angesichts der verhaltenen Renditeaussichten an den Finanzmärkten hat das „Substanzerhaltungsproblem“ auch für den Stiftungssektor an besonderer Aktualität gewonnen. Ist doch der Stiftungsvorstand nicht nur aus betriebswirtschaftlichen Gründen gehalten, sondern auch gesetzlich verpflichtet, das Vermögen der Stiftung in seiner Substanz ungeschmälert zu erhalten.

Das deutsche Steuerrecht ermöglicht Stiftungen, die nach traditionellem Muster fast nur in festverzinslichen Wertpapieren anlegen, bei schleichender Inflation keine ausreichende Substanzerhaltung. Gemäß § 58 Nr. 7a der Abgabenordnung ist es lediglich zulässig, bis zu einem Drittel des Überschusses der Einnahmen über die „Unkosten“ aus der Vermögensanlage einer freien Rücklage zuzuführen.

Ferner kann nach dem Surrogationsprinzip ein eventuell vorhandener Saldo aus Veräußerungsgewinnen und -verlusten gegenüber Anschaffungskosten einer Rücklage zugeführt werden.

Für ein Rentenportefeuille ist leicht nachzuweisen, dass die „Ein-Drittel-Regel“ zur Erhaltung der Vermögenssubstanz nicht ausreicht: Unterstellt man einen Einnahmeüberschuss von 4,5 Prozent, so darf die Rücklagendotierung maximal 1,5 Prozent betragen. Damit kann die durchschnittliche langfristige Inflationsrate nicht aufgefangen werden. Diskussionsbedarf besteht nach wie vor darüber, wie die Geldentwertung bezogen auf das Stiftungsvermögen zutreffend zu messen ist. Dies soll hier jedoch nicht vertieft werden.

Wichtig ist es, die Begriffe Performance und Einnahmen klar zu unterscheiden. Da die Performance neben den Einnahmen auch die realisierten oder unrealisierten Kursgewinne oder Verluste einschließt und realisierte Kurserfolge über eine entsprechende Rücklage zu buchen sind, kann die 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 (vier Prozent Performance

können vier Prozent Dividende oder vier Prozent Kursgewinn oder zwei Prozent Dividende plus zwei Prozent Kursgewinn oder sechs Prozent Dividende minus zwei Prozent Kursverlust et cetera sein), wirkt sich auf Fördermittel und Kapitalentwicklung einer Stiftung höchst unterschiedlich aus.*

Beachtenswert ist schließlich, dass die „Ein-Drittel-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 ein Drittel Thesaurierung. Dies ist zur Substanzerhaltung eigentlich nicht erforderlich. In Abhängigkeit von der Höhe und Struktur der Sachwertkomponente 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 Festverzinslichen gerade auszugleichen?

Überschlägig: Nehmen wir an, eine Stiftung hätte ihr Vermögen zu je 50 Prozent in Renten und Sachwerten (Aktien/Immobilien) angelegt. Nach Kosten betrage der laufende Ertrag aus Renten 4,6 Prozent, aus Sachwerten 3,2 Prozent, durchschnittlich also 3,9 Prozent. Davon darf ein Drittel thesauriert werden, also 1,3 Prozent (bezogen auf das Gesamtvermögen). Dieser Betrag kann gedanklich in voller Höhe für die Substanzsicherung des 50-prozentigen Rentenanteils genutzt werden. Daraus errechnet sich eine Thesaurierung von 2,6 Prozent. Die Inflationsrate dürfte folglich 2,6 Prozent betragen.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Substanz nicht allein über die Ausschöpfung der gesetzlich zulässigen Thesaurierungsquote, sondern vor allem über eine sinnvolle Vermögensstruktur zu erhalten ist.

Freilich basiert das Modell auf der Prämisse, dass sich die Qualität von Aktien und Immobilien als Substanzbewahrer auf lange Sicht in deren Marktpreisen und Erträgen widerspiegeln wird. In Zeiten mit niedriger Inflationsrate und stabilen wirtschaftlichen und politischen Verhältnissen messen die Märkte dieser Qualität nur geringe Bedeutung bei, dafür jedoch in Zeiten mit hoher Inflationsrate umso größere (Flucht in die Sachwerte).

* Hinweis: Die Broschüre „Stiftungen“, wirtschaftliche Aspekte unterschiedlicher Stiftungsformen in Deutschland, herausgegeben vom FAZ-Institut, Frankfurt am Main, enthält eine ausführliche Vergleichsrechnung des Autors von Vermögensanlagen mit gleicher Performance aber unterschiedlicher Auswirkung auf Fördermittel und Rücklagendotierung (Seite 59). Die Broschüre ist erhältlich per Fax-Bestellung unter 0 69/75 91-19 66 und kostet 48 Euro.