

# Ziele und Organisation der Vermögensanlage in gemeinnützigen Stiftungen

**Betrachtet man die Vermögensstruktur von Stiftungen, so lassen sich 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 oder eine Unternehmensgruppe in die Stiftung eingebracht und damit die Strukturentscheidung bereits getroffen. Wenngleich es natürlich stets auf den Einzelfall ankommt, kann die zweite Gruppe aus portfoliotheoretischer Sicht mit einem einzigen prägnanten Satz kommentiert werden: „Klumpenrisiken“ sind gefährlich! Jeder Unternehmer weiß das.**

Welches Ziel hatte der Unternehmensstifter vor Augen? Ging es darum, sein Lebenswerk in der vorhandenen Form zu verselbständigen, um es über seinen Tod hinaus zu erhalten, oder standen die Aufgaben, die aus den Erträgen zu finanzieren sind, im Vordergrund? Im letztgenannten Fall wäre es die wichtigste Aufgabe des Stiftungsvorstandes, auf einen Verkauf des Unternehmens hinzuwirken, um das Vermögen gestreut und damit risikoärmer anzulegen.

## Ziele der Vermögensanlage

Wenn wir vom Bild einer auf Dauer eingerichteten gemeinnützigen Stiftung ausgehen, können die Ziele der Vermögensanlage ohne Ansehung des Einzelfalles definiert werden. Zum Zielkatalog gehört im allgemeinen die Forderung nach 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, so daß die Forderung nach höchstmöglicher Rendite bei zugleich geringstmöglichem Risiko unerfüllbar ist. Nach dem Rationalprinzip kann entweder angestrebt werden, bei gegebener Risikobereitschaft eine möglichst hohe Rendite zu erreichen oder eine vorgegebene Rendite mit möglichst geringem Risiko zu erzielen. Eine rationale Vermögensanlagepolitik setzt somit Zieldefinitionen voraus.

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.

## Langfristiges Denken – auch hinsichtlich des Risikos

Unter „Risiko“ wird in der Portfoliotheorie im allgemeinen die historische Schwankung der Performance (bestehend aus laufenden Erträgen plus/minus Kursveränderungen) um einen Mittelwert verstanden. „Ausreißer“ in der Wertentwicklung werden im Rahmen einer Durchschnittsbildung nivelliert und damit verharmlost. Wer in sehr langen Zeiträumen („auf ewig“) denkt, kann es sich jedoch nicht leisten, die „weniger wahrscheinlichen Fälle“ (Vermögensverluste z.B. durch Wirtschaftskrisen,

große Inflationen, politische Umwälzungen, Kriegseinflüsse) einfach zu ignorieren. Es ist eine Vermögensstruktur herzustellen, die unter möglichst vielen denkbaren Szenarien ein dauerhaftes Überleben der Stiftung sicherstellt und zugleich angemessene, relativ stabile Erträge in normalen Zeiten abwirft.

Spielt man verschiedene Szenarien unter dieser Vorgabe durch, so kommt stets die gleiche Empfehlung heraus: Streuen, streuen und nochmals streuen! Sowohl in bezug auf die Anlagemedien, als auch regional. Dabei dürfen durchaus einzelne „riskante“ Anlagen mit höheren Ertragschancen erfolgen, 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 zu größeren Kursverlusten auf breiter Front kommen, so kann eine „auf ewig“ angelegte Stiftung dies mit Gelassenheit sehen.

## Festverzinsliche sind riskante Anlagen

Eindeutig ist im übrigen die Erkenntnis, daß festverzinsliche Anlagen oder gar „mündelsichere Gelder“ keinesfalls risikoarm sind, sondern bei der hier geforderten langfristigen Betrachtungsweise im Gegenteil eine sehr riskante Investition darstellen. Wer heute 30jährige Bundesanleihen mit einer Rendite von 4,75% kauft, muß bei einem Zinsanstieg auf z.B. 8% in den nächsten 3 Jahren mit einem Kursverlust von fast 36% rechnen. In diesem Jahrhundert wurden „Papiergeldanlagen“ zweimal durch große Inflationen völlig vernichtet, und wer wollte behaupten, er könne eine solche Entwicklung rechtzeitig voraussehen, um in Sachwerte umzuschichten?

Sinnvoll ist eine Mischung aus Renten, Aktien und Immobilien 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 realisiert werden kann.

Auch sollte man nicht der Versuchung erliegen, die Vermögensstruktur vor



**Holger Benke**

Leiter Abteilung  
Vermögensverwaltung  
Volkswagen-Stiftung,  
Hannover

dem Hintergrund von Marktschwankungen immer wieder „umzukrempeln“ (Realisierung von Kursgewinnen, Tauschoperationen). Sicher wäre in diesem Falle nur eines: die Kostenbelastung aus Umsatztätigkeit.

Die Vorgabe eines starren Ertragsziels (z.B. 7% p.a.) oder eines Mindestbetrags zur Erfüllung des Stiftungszwecks erscheint nicht realistisch. Die Höhe der ausschüttbaren Erträge ergibt sich aus der Struktur der Vermögensanlagen und ihrer Ertragskraft in der jeweiligen Periode, der Höhe der Inflationsraten (Bemessung der Thesaurierungsquote zum Zwecke der Substanzerhaltung<sup>1)</sup> und der von der Stiftung zu beachtenden Regeln bei der Aufstellung der Jahresabschlüsse. Unter dem Aspekt der langfristigen Substanzerhaltung ist aber anzustreben, die Ausschüttungen in Höhe des durchschnittlichen langfristigen Realzinses (vereinfacht: Performance minus Inflationsrate) zu stabilisieren.

### **Keine Vermischung von anlage- und förderpolitischen Zielen!**

Besonders wichtig ist, die Investitionen ausschließlich an anlagepolitischen Zielen zu orientieren. Eine Vermischung von Vermögensanlage und gemeinnütziger Aufgabenerfüllung erschwert kaufmännisch rationale Entscheidungen und führt zu kaum lösbaren Zielkonflikten.

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 erfolversprechender? Und: Was erledigt sie selbst, was sollte sie „outsourcen“?

### **Passiver Managementstil ist langfristig überlegen**

Zum Managementstil einige theoretische Überlegungen und Erfahrungen aus der Praxis: Geht man von der Annahme aus, ein beliebiger Performanceindex (z.B. DAX oder STOXX als Benchmark) würde den deutschen Aktienmarkt korrekt abbilden, so stellt die Performance des Indexes das Anlageergebnis des „durchschnittlichen Anle-

gers“ dar. Ziel des aktiven Portfoliomanagements ist es in der Regel, dessen Performance zu übertreffen – hieraus leitet sich die Rechtfertigung für den zu betreibenden Research- und sonstigen Aufwand ab.

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 der Benchmark auf der Verliererseite liegen, wie andere Profis sie übertreffen. Es läßt sich nicht plausibel begründen, warum es einer einzelnen Stiftung oder den von ihr ausgewählten Banken gelingen sollte, dauerhaft auf der Gewinnerseite zu stehen. Dies gilt zumindest für die „hocheffizienten Märkte“ (z.B. Standardaktien in Europa, USA, Japan), auf denen jeder Anleger die Chance hat, sich zeitnah und umfassend über sämtliche kursbeeinflussenden Daten der Gesellschaften zu informieren. Unter Berücksichtigung von Informations- und Transaktionskosten ist der statistische Erwartungswert des aktiven Erfolgsbeitrages (Anlegerperformance minus Indexperformance) sogar eindeutig negativ.

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, wo das Research der Banken Sinn machen sollte. Auch hier gilt allerdings: Aktives Management lohnt erst, wenn sämtliche Kosten der Informationsbeschaffung und Umsatztätigkeit nicht nur hereingeholt, sondern übertroffen werden.

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 eigene Wertpapiere (Indexscheine), die intern über Derivate abgesichert werden. Aber Vorsicht, Indexscheine 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.

Indexfonds werden in Deutschland nicht offensiv angeboten; Banken und Kapitalanlagegesellschaften empfehlen dem Kunden in aller Regel einen aktiven Managementstil. Hier sind ihre Ertragsmöglichkeiten (Gebühreneinnahmen) durch rege Umsatztätigkeit wesentlich besser, und die Höhe der Managementfee läßt sich leichter rechtfertigen.

### **Dienstleistungen outsourcen oder selbst übernehmen?**

Die Frage, ob die Stiftung ihre Anlagen selbst managen könnte oder sollte, kann nur im Einzelfall entschieden werden. Dies erfordert entsprechend ausgebildetes Personal, technische Ausstattung (Börseninformationssysteme, Handelssoftware, Wertpapierabwicklung, aufwendige Buchhaltung, internes Berichtswesen, eventuell eigenes Risikocontrolling) und nicht zuletzt die Bereitschaft des Stiftungsvorstandes, einen solchen Apparat aufzubauen und sich fachlich damit auseinanderzusetzen. 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.).

An einem einfachen Beispiel wird deutlich, daß sich mit einem zumindest indexnahen Anlagestil in eigener Regie im Vergleich zu der normalerweise von externen Verwaltern angebotenen aktiven Dienstleistung erhebliche Kostensenkungen erzielen lassen<sup>2)</sup>:

Nehmen wir an, eine Stiftung hätte ihr Vermögen von 300 Mio. DM in drei Spezialfonds über je 100 Mio. DM angelegt. Die Management fee betrage 0,12%, also 360.000 DM p.a. Die Portfoliomanager schichten das Vermögen einmal jährlich um, so daß ein Gesamtumsatz von 600 Mio. DM und Transaktionskosten von 1,8 Mio. DM entstehen (unterstellte Umsatzprovision 0,3%). Bei der Anlage von Liquidität in den Fonds (wir unterstellen jahresdurchschnittlich insgesamt 30 Mio. DM) werden Tages- und Termingeldzinssätze vergütet, die um durchschnittlich 0,10% unter den Sätzen liegen, die die Stiftung bei der Eigenanlage von miteinander konkurrierenden Banken erhalten könnte; daraus resultieren Opportunitätskosten von 30.000 DM. Ferner fallen Kosten für Anlageausschußsitzungen (auf seiten der Stiftung), Performancemessung, Wirtschaftsprüfer, Veröffentlichungen etc. von 50.000 DM an. (Die Stiftung möge im konkreten Einzelfall prüfen, ob die tatsächlichen Kosten nicht noch darüber liegen!)

Per Saldo beträgt der jährliche Aufwand 2,24 Mio. DM bzw. 0,75% p.a. Für diesen Betrag könnte insbesondere eine Stiftung, die nicht in einem der Finanz- und Dienstleistungszentren (mit zum Teil extremen Personal- und Sachkosten) ansässig ist und die auf den langfristig vergeblichen Versuch, die Märkte zu schlagen, verzichtet, ein höchst komfortables eigenes System auf die Beine stellen! Um nicht mißverstanden zu werden: Natürlich kann und sollte man nicht alle Bankdienstleistungen selbst produzieren; aber vielleicht einige – und andere auf ein kostenminimales Maß reduzieren.

### **Kostenenkungen durch „Produktion im eigenen Hause“**

Gegenrechnung: Die Stiftung möchte indexnah anlegen, jedoch nicht völlig auf eine aktive Managementkomponente verzichten. Sie indexiert 80% des Vermögens und managt 20% selbst aktiv mit Hilfe des von Banken reichlich bereitgestellten kostenlosen Researchmaterials.

Sie kalkuliert überschlägig folgende Kosten p.a.:

	DM
Portfoliomanager	180.000
Zuarbeiter/Vertreter	120.000
Hilfskraft/Sekretariat	70.000
Personal-/Sachkosten der Buchhaltung	150.000
Software/Nachrichtendienste	150.000
Raumkosten/Ausstattung (PC, Mobiliar etc.)	50.000
Sonstiges	50.000
Transaktionskosten (Erstanlage 80%) <sup>3</sup>	144.000
Transaktionskosten (Pflege Indexbestand) <sup>4</sup>	60.000
Transaktionskosten (aktiv gemanagter Bestand) <sup>5</sup>	180.000
Gesamtkosten <sup>6</sup>	1.154.000

Der Gesamtaufwand ginge um rund 50% auf 0,38% des Anlagevolumens zurück, ein eventuell wachsendes Volumen könnte – nachdem die Organisation einmal installiert ist – ohne zusätzliche Fixkosten bewältigt werden. Die Anlageergebnisse dürften – bei durchschnittlichem Erfolg des aktiv gemanagten Teils – auf lange Sicht keinesfalls unter den Ergebnissen eines außer Haus verwalteten Vermögens liegen. Ein völliger Verzicht auf das aktive Management würde zu noch weiteren Kostensenkungen führen und – wie bereits ausgeführt – mit Sicherheit den Anlageerfolg des „durchschnittlichen Anlegers“ erbringen.

Das Beispiel zeigt, daß die Frage nach der Sinnhaftigkeit einer eigenen operativen Vermögensverwaltung bereits bei einem Stiftungsvermögen von 300 Mio. DM gestellt werden kann.

### **Vorteile der Anlage in Spezialfonds**

Doch nicht nur Kosten sind ausschlaggebend für die Frage „Spezialfonds oder eigenes Management?“ Bei Bilanzierung nach deutschem Handelsrecht bieten Spezialfonds Bewertungsvorteile und können zur Ergebnisstabilisierung beitragen, wie das folgende Beispiel zeigt:

Nehmen wir an, eine Stiftung besitze Aktien von zwei verschiedenen Unternehmen. Der Kurs der Aktie A falle um 10%, die Aktie B steige um 10%. Bei der Direktanlage im Umlaufvermögen ist nach dem Grundsatz der Einzelbewertung und dem Imparitätsprinzip Aktie A abzuschreiben, während der Gewinn bei B außer Ansatz bleibt (kein Hochschreiben über die Anschaffungskosten hinaus). Im Fonds werden die Kursveränderungen dagegen kompensiert, da nur der Fonds insgesamt zu bewerten ist. Ferner lassen sich Ertragskomponenten und damit die Jahresergebnisse einer Stiftung besser steuern, als es in der Eigenanlage möglich ist. Schließlich dürfen Wertpapiere in aktiv geführten Fonds auch wiederholt umgeschlagen werden, ohne daß sich die Stiftung dem Verdacht der Gewerbllichkeit aussetzen würde.

### **Vermögensmanagement ist Stiftungsaufgabe!**

Betrachtet man existierende Stiftungen, so ist häufig festzustellen, daß dem Förderaspekt in bezug auf die Personal- und Sachmittelausstattung – bis hinauf in die Geschäftsleitung – größere Aufmerksamkeit geschenkt wird als der Vermögensanlage. Wichtig ist die Erkenntnis, daß in der Förderung nur verwendet werden kann, was zuvor in der Vermögensanlage erwirtschaftet wurde. Das Vermögensmanagement gehört folglich zu den originären Aufgaben der Stiftung und des Stiftungsvorstandes. Es sollte selbstbewußt und gestaltend angegangen und nicht aus Mangel an hauseigener Kompetenz in fremde Hände gelegt werden.

- 1 Zur Problematik der Substanzerhaltung/Rücklagendotierung vgl. Benke, Holger: Vermögensanlage in gemeinnützigen Stiftungen, in: Die Bank, Heft 11/97, S. 654 ff.
- 2 Aus: Benke, Holger: Das Kostenproblem in der Vermögensanlage, in: Versicherungswirtschaft, Heft 11/1995, Seite 716 ff.
- 3 0,30% auf 240 Mio. DM, linear aufgeteilt auf eine geplante Anlagedauer von 5 Jahren
- 4 Transaktionskosten wg. eventueller Indexumstellungen, Reinvestition von Bezugsrechtserlösen etc.: geschätztes Volumen 20 Mio. DM x 0,30%
- 5 0,30% auf 60 Mio. DM
- 6 Eventuelle Depotgebühren wurden hier wie auch im ersten Rechenbeispiel vernachlässigt.