



# Stiftungen

Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte  
unterschiedlicher Stiftungsformen in Deutschland

F.A.Z.-INSTITUT

**LUTHERMENOLD**  
RECHTSANWALTSGESELLSCHAFT mbH

**ERNST & YOUNG**

## Februar 2003

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts sowie für zwischenzeitliche Änderungen übernehmen Redaktion und Verlag keine Gewähr.

© Ernst & Young AG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Mittlerer Pfad 15, 70499 Stuttgart

Luther Menold  
Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
Ingersheimer Straße 18, 70499 Stuttgart

F.A.Z.-Institut für Management-, Markt-  
und Medieninformationen GmbH  
Mainzer Landstraße 195, 60326 Frankfurt am Main

Alle Rechte vorbehalten, auch die der fotomechanischen  
Wiedergabe und Speicherung in elektronischen Medien.

**Redaktion:** Ursula Augsten, Ernst & Young  
Sylvia Blank, F.A.Z.-Institut

**Gestaltung und Satz:** Daniela Seidel, F.A.Z.-Institut  
Lektorat: F.A.Z.-Institut

**Druck:** Boschen Offsetdruck GmbH, Frankfurt am Main

## 9 Die Anlagepolitik bei der Vermögensverwaltung gemeinnütziger Stiftungen

In den vergangenen Jahren erlebte Deutschland einen regelrechten Boom bei Stiftungs-Neugründungen. Neben einer relativ geringen Zahl sehr großer Stiftungen mit Vermögenswerten von mehreren Hundert Millionen oder gar einigen Milliarden Euro gibt es Tausende kleiner und kleinster Stiftungen. Während sich die Öffentlichkeit in erster Linie dafür interessiert, wie Stiftungen ihre Mittel ausgeben, also ihren Zweck erfüllen, geht es im Folgenden um die Einnahmeseite, nämlich um die Erträge aus der Vermögensanlage.

Eine eigene Vermögensverwaltung können sich nur die großen Stiftungen leisten. Die mittleren und kleinen vergeben die Aufgabe in der Regel an Banken und Kapitalanlagegesellschaften. Während die Organisation der Vermögensanlage also von der Größe der Stiftung abhängt, sollte die „richtige“ Anlagestrategie allgemein gültig sein. Auch das Controlling des Vermögensmanagements spielt für große und kleine Stiftungen eine gleichermaßen wichtige Rolle.

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, lässt sich die zweite Gruppe aus Sicht des Vermögensmanagements mit einem einzigen prägnanten Satz kommentieren: „Klumpenrisiken“ können sehr ertragreich sein, haben aber ein hohes Risiko. Für Stiftungen sind sie auf Dauer keine geeignete Kapitalanlage.

Welches Ziel hatte der Unternehmensstifter vor Augen? Ging es darum, sein Lebenswerk in der vorhandenen Form zu verselbstständigen, 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.

### 9.1 Ertrag und Risiko in der Vermögensanlage

Zum Zielkatalog von Vermögensanlegern 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 konkurrieren miteinander. Im Normalfall geht hohe Rentabilität mit hohem Risiko einher, so dass die naive Forderung nach höchstmöglicher Rendite bei zugleich geringstmöglichem Risiko unerfüllbar ist. Es 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.

Die Vorgabe eines starren Ertragsziels (z.B. 6 Prozent 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 im jeweiligen Kapitalmarktumfeld, der Höhe der Inflationsraten (Bemessung der Rücklagendotierung zum Zwecke der Substanzerhaltung) und den von der Stiftung zu beachtenden Regeln bei der Aufstellung der Jahresabschlüsse. Unter dem Aspekt der Substanzerhaltung ist aber anzustreben, nur den durchschnittlichen langfristigen Realzins (vereinfacht: Marktzins minus Inflationsrate) auszuschütten und aus den restlichen Erträgen zum Ausgleich der Geldentwertung Rücklagen zu bilden.

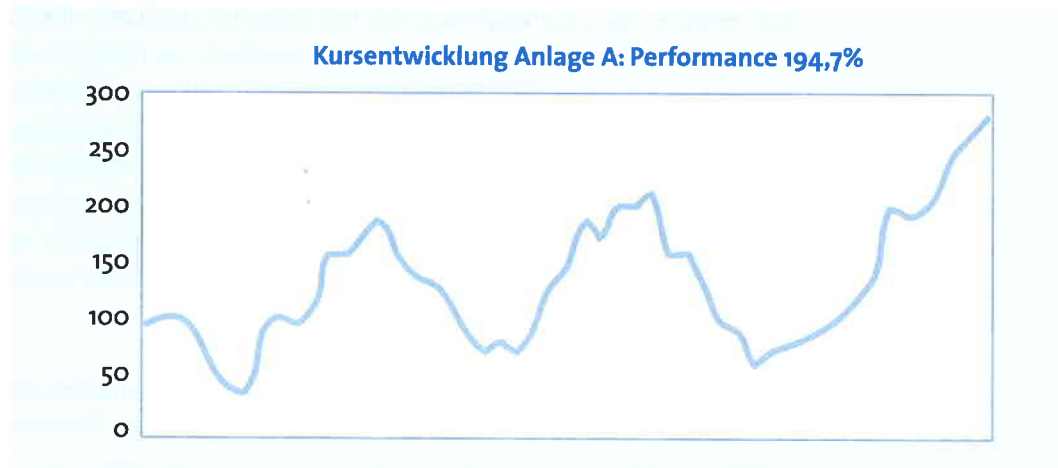
Durch die Forderung nach „Ewigkeit der Zweckerfüllung“ erhalten die Begriffe Ertrag und Risiko eine über die übliche Betrachtungsweise hinausgehende Dimension: Das Vermögen muss nicht nur „sicher“ und ertragreich angelegt, sondern darüber hinaus in seiner Substanz dauerhaft erhalten werden. Wird dieses Ziel nachhaltig verfehlt, versinkt die Stiftung in Bedeutungslosigkeit.

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 denkt, kann es sich jedoch nicht leisten, die weniger wahrscheinlichen Fälle (Vermögensverluste z.B. durch Wirtschaftskrisen, große Inflationen, politische Umwälzungen, Kriegseinflüsse) zu ignorieren. Die Vermögensstruktur muss so gestaltet sein, dass sie unter möglichst vielen denkbaren Szenarien ein dauerhaftes Überleben der Stiftung sicherstellt und zugleich angemessene, relativ stabile Erträge in normalen Zeiten abwirft.

Stiftungen sollten ihr Vermögen „mit ruhiger Hand“ und risikoarm anlegen. Eine „ruhige Hand“ empfiehlt sich ganz offensichtlich aus Kostengründen – darauf wird noch einzugehen sein – und auch unter steuerlichen Aspekten (Risiko der Gewerblichkeit wie bei Privatanlegern).

Hinsichtlich des Risikos gibt es in der Praxis einige Missverständnisse, weil es meist auf die einzelne Anlage und nicht auf das Gesamtvermögen bezogen wird.

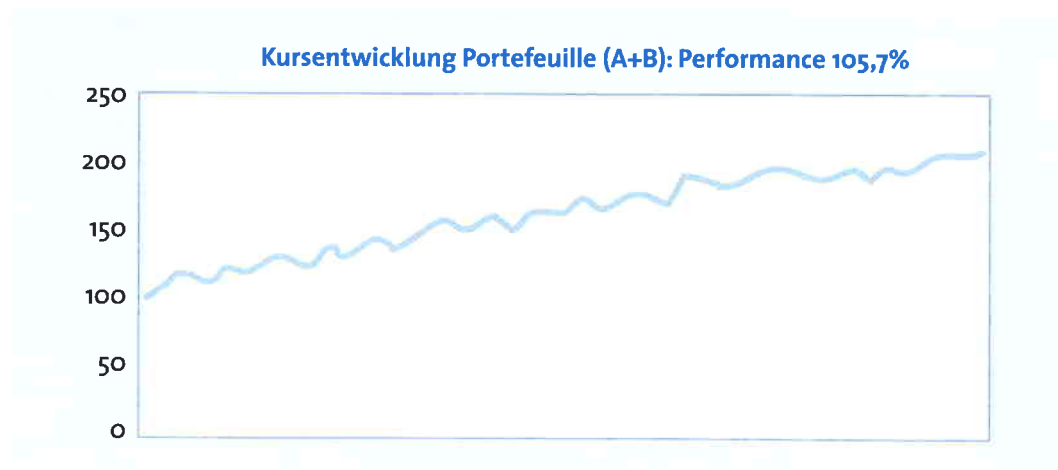
Beispiel: Ein Anleger investiert in zwei verschiedene Anlagen. Anlage A erbringt über den betrachteten Zeitraum eine Performance von fast 200%, allerdings schwankt der Vermögenswert erheblich (Risiko). Für den auf Sicherheit bedachten Anleger kommt eine Investition in diese auf den ersten Blick hochspekulative Anlage offenbar nicht in Betracht.



Gleiches gilt für die Anlage B, die nur Risiko (Schwankung des Vermögenswertes), jedoch keine Performance erbracht hat.



Ein anderes Bild ergibt sich, wenn der Anleger beide Werte gleichzeitig erwirbt.



Da die Kursentwicklungen nahezu perfekt negativ korreliert sind, gleichen sich die Schwankungen weitgehend aus; der Vermögenswert entwickelt sich kontinuierlich nach oben. Das Gesamtportefeuille aus zwei „riskanten“ Anlagen, von denen eine noch dazu ertraglos ist, erweist sich als fast risikolos und ertragreich.

In der Realität wird man kaum Anlagen finden, deren Kursschwankungen sich jeweils perfekt ausgleichen. Eine deutliche Verringerung des Risikos lässt sich jedoch bereits mit nur leicht negativ oder nur schwach positiv korrelierten Anlagen erreichen.

Ein weiteres Missverständnis hinsichtlich des Risikos ist häufig bei Aktien und Unternehmensanleihen zu beobachten. Während die meisten Stiftungen in ihren Aktienportefeuilles durchaus auch riskante Einzeltitel halten, wird bei den Festverzinslichen in der Regel mindestens „Investmentqualität“ gefordert, so wie die großen internationalen Ratingagenturen dies einstufen. Damit fallen viele interessante Unternehmensanleihen mit guten Qualitäten als „Diversifikator“ und attraktiver Rendite heraus, während der Anleger zugleich Aktien derselben Gesellschaft (mit wesentlich höherem, unternehmerischem Risiko) ohne Bedenken im Portefeuille hält.

Als adäquat für Stiftungen gelten dagegen Anlagen in „mündelsicheren Wertpapieren“, obwohl auch sie riskant sein können. Wer im Jahr 1998 eine 30-jährige Bundesanleihe zum Kurs von 100 Prozent mit 4,75 Prozent Nominalzins kaufte, hat bis Mitte 2002 etwa 12 Prozent seines Vermögens verloren. Sollte es am Kapitalmarkt zu einem stärkeren Zinsanstieg auf beispielsweise 8 Prozent kommen, wird der Kurs der Anleihe um rund ein Drittel unter den Kaufpreis fallen.

Kurz gesagt: Stiftungen sollten ihre Anlagen sowohl in Bezug auf die Anlagemedien als auch regional breit streuen. 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. Sollte es doch einmal zu größeren Kursverlusten auf breiter Front kommen, so kann eine „auf ewig“ angelegte Stiftung dies mit relativer Gelassenheit sehen.

Betrachtet man große, alte Vermögen, die über Jahrhunderte bewahrt werden konnten, so waren stets hohe Sachwertanteile im Spiel. Sinnvoll ist eine ausgewogene 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.

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.

## 9.2 Keine Vermischung von anlage- und förderpolitischen Zielen

Die Vermögensverwaltung von Stiftungen sollte sich ausschließlich an anlagepolitischen Zielen orientieren, und die Erfüllung des gemeinnützigen Stiftungszwecks sollte grundsätzlich nur aus den dafür vorgesehenen Erträgen erfolgen. Eine Vermischung von Vermögensanlage und gemeinnütziger Aufgabenerfüllung (z.B. Kauf einer Immobilie zur Vermögensanlage und Vermietung an eine zu fördernde Institution) erschwert kaufmännisch rationale Entscheidungen und führt zu kaum lösbaren Zielkonflikten.

Auch eine Beschränkung auf Anlagen, die unter ethischen, ökologischen und sozialen Gesichtspunkten für vertretbar gehalten werden, erscheint nicht sinnvoll. Bei strenger Anwendung der Auswahlkriterien verringert sich die Zahl der „investierbaren Aktien“ erheblich, so dass keine ausgewogene Risikostreuung mehr möglich ist. Werden dagegen die Auswahlkriterien eher weit gefasst, erscheint der Ausschluss einzelner Aktien in einer stark arbeitsteiligen Wirtschaft sehr willkürlich.

## 9.3 Das „Substanzerhaltungsproblem“

Der Stiftungsvorstand ist 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 an dieser Stelle, 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 (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 etc. sein), wirkt sich auf Fördermittel und Kapitalentwicklung einer Stiftung höchst unterschiedlich aus. Die nachfolgende Tabelle zeigt drei Vermögensanlagen mit gleicher Performance, deren Entstehung aber zu unterschiedlichen An-

teilen aus laufenden Erträgen und Kursveränderungen resultiert. Das anfangs unterschiedliche Startvermögen wird auf 100 Euro normiert, um die Ergebnisse vergleichbar zu machen.

Vergleich von Vermögensanlagen mit gleicher Performance aber unterschiedlicher Auswirkung auf Fördermittel und Rücklagendotierung			
Anlagemedium, Anschaffungskurs	8% festverzinsliches Wertpapier, Kurs 103	5% festverzinsliches 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)	$\frac{8,00 \text{ Zins} - 0,79 \text{ Kursverlust}}{\text{Anschaffungskurs } 103} = 7,0 \%$	$\frac{5,00 \text{ Zins} + 1,72 \text{ Kursgewinn}}{\text{Anschaffungskurs } 96} = 7,0 \%$	$\frac{2,50 \text{ Div.} + 52,66 \text{ Kursgewinn}}{\text{Anschaffungskurs } 788} = 7,0 \%$
Bedeutet je 100 Euro Anlagevolumen	Zinsertrag: 7,767 Euro Kursverlust: 0,767 Euro	Zinsertrag: 5,208 Euro Kursgewinn: 1,792 Euro	Dividende: 0,317 Euro Kursgewinn: 6,683 Euro
Auswirkung Ertrag	2/3 von 7,767: + 5,178 Euro	2/3 von 5,208: + 3,472 Euro	2/3 von 0,317: + 0,211 Euro
Auswirkung Kapital	1/3 von 7,767: + 2,589 Euro Kursverlust: - 0,767 Euro Saldo: + 1,822 Euro	1/3 von 5,208: + 1,736 Euro Kursgewinn: + 1,792 Euro Saldo: + 3,528 Euro	1/3 von 0,317: + 0,106 Euro Kursgewinn: + 6,683 Euro Saldo: + 6,789 Euro

Beachtenswert ist, 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).

## 9.4 Überlegungen zum Managementstil

Wie jeder Anleger muss sich die Stiftung fragen, ob sie den Versuch unternehmen soll, die Performance-Indizes der Märkte, in die sie investiert, zu übertreffen, oder ob es zur Realisierung ihrer langfristigen Ziele sinnvoller ist, lediglich die Indizes nachzubilden und somit deren Performance zu erzielen.

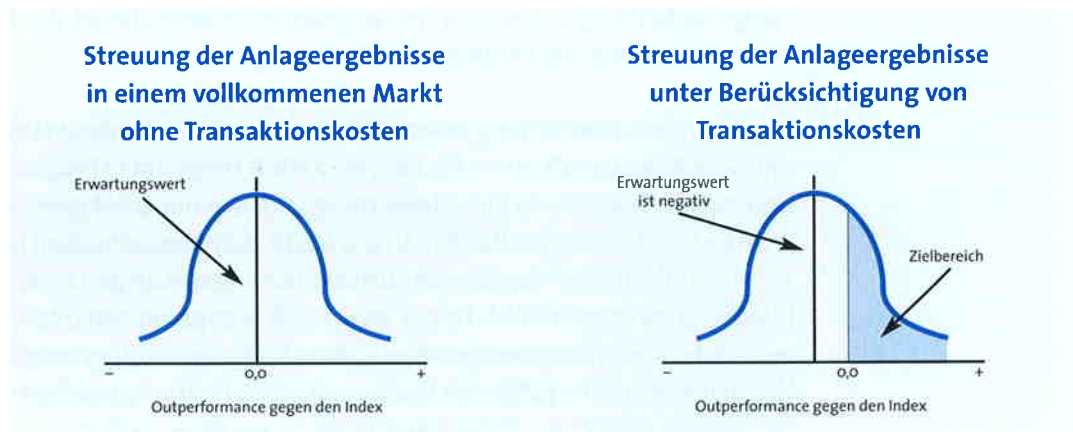
Dazu einige theoretische Überlegungen und Erfahrungen aus der Praxis: Die Kursentwicklung an den Kapitalmärkten wird üblicherweise mit Indizes gemessen, wobei hier stets der jeweilige Performance-Index (einschließlich Zinsen oder Dividenden) und nicht nur der Kursindex verwendet werden sollte. Geht man von der Annahme aus, ein beliebiger Performance-Index (z.B. DAX oder STOXX als Benchmark) würde den jeweiligen Aktienmarkt korrekt abbilden, so stellt die Performance des Indexes das Anlageergebnis des „durchschnittlichen Anlegers“ 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 auf den heutigen Märkten fast ausnahmslos professionelle Manager agieren (Banken, Kapitalanlagegesellschaften, Institutionelle), müssen nach der statistischen Logik auch Profis genau so 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 gleiche 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 (vgl. Abbildung unten).

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 lässt sich argumentieren, wenn es um unvollkommene Märkte und Spezialitäten geht, wo sich durch gründliche Markt- und Wertpapieranalysen Informationsvorsprünge erzielen lassen. 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 eine Performance in Höhe der Indexperformance garantieren. Aber Vorsicht, Indexscheine sind Schuldverschreibungen. Das heißt, die emittierende Bank garantiert der Stiftung zwar eine dem Index entsprechende Performance (abzüglich einer relativ geringen Kosten-/Gewinnspanne), sie wird jedoch nicht etwa Eigentümer der im Index enthaltenen Wertpapiere. Das Bonitätsrisiko der Bank kann also voll auf die Stiftung durchschlagen.



Schließlich sollte die Stiftung 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 Umsatzprovisionen sind der größte Feind der Performance. Besonders wirken sich die Transaktionskosten wegen des 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.

Insgesamt erscheint es sinnvoll, die großen Märkte der Welt (Standardaktien, öffentliche Anleihen) durch Indexfonds abzudecken und Spezialitäten (z.B. Aktien kleiner Gesellschaften, Wandelanleihen, Unternehmensanleihen) aktiv managen zu lassen (Core-Satellite-Ansatz).

## 9.5 Dienstleistungen outsourcen oder selbst übernehmen?

Die Frage, ob die Stiftung ihre Anlagen selbst managen oder in fremde Hände geben sollte, muss von Fall zu Fall 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 entstehen. 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 wichtig. Zwar ist es im Normalfall kostengünstiger, das gesamte Vermögen nur einem Verwalter, beispielsweise der Hausbank, anzuvertrauen. Das Risiko, bei der gesamten Vermögensanlage falsch beraten zu werden, überwiegt hier aber das Kostenproblem bei weitem. Selbst kleine Stiftungsvermögen von 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 mit Hilfe großer, in der Vermögensanlage erfahrener Stiftungen, die Gesamtanlagestrategie vorab festzulegen und den Verwaltern klar definierte Aufgaben zuzuweisen.

Für große Stiftungen, die nach Handelsrecht bilanzieren, bietet das Instrument Spezialfonds eindeutige Vorteile im Vergleich zur Direktanlage:

Angenommen, eine Stiftung besitzt Aktien von zwei verschiedenen Unternehmen. Der Kurs der Aktie A fällt dauerhaft um 10 Prozent, die Aktie B steigt um 10 Prozent. Bei der Direktanlage 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 Gewerblichkeit aussetzen würde.

## 9.6 Performancemessung

Unabhängig davon, ob die Stiftung ihre Anlagen selbst managt oder die Aufgabe auf Dritte übertragen hat, sollte sie die Performance der Anlagen einer geeigneten Benchmark gegenüberstellen (z.B. Wertpapierindex, andere Stiftungsvermögen, spezielle Publikumsfonds für Stiftungen, die von Kapitalanlagegesellschaften angeboten werden).

Für die Performancemessung ist der Vermögenswert auf der Basis von Marktpreisen zu ermitteln (aktuelle Börsenkurse, ggf. Wertgutachten bei Immobilien). Nicht geeignet sind Anschaffungskosten oder Buchwerte, die das Rechnungswesen nach den Regeln des deutschen Handelsrechts fortschreibt. Sie weichen häufig stark von den tatsächlichen Marktwerten ab.

Ein Index sollte im Wesentlichen folgende Merkmale erfüllen, um als Benchmark geeignet zu sein:

- ▶ es muss sich um einen Performanceindex handeln (nicht nur Kursindex)
- ▶ er muss repräsentativ für das zu messende Vermögen sein und sollte eine ausreichend lange Historie haben
- ▶ die Indexzusammensetzung muss bekannt und replizierbar sein
- ▶ der Index sollte nicht zu häufig umbasiert werden (Kosten der Nachbildung!)

Es erfordert einen gewissen Aufwand, die Performance des Stiftungsvermögens zu messen. Zunächst sind für alle Vermögens- und eventuelle Schuldpositionen die Marktwerte zu den Bewertungsstichtagen zu ermitteln. Es reicht jedoch nicht, nur die prozentuale Veränderung der Marktwerte zu messen, da das Vermögen am Ende der Periode nicht nur durch Ein- und Auszahlungen aus der Vermögenssphäre (Zinsen, Dividenden, Mieterträge, Geldbewegungen aus Wertpapierumsätzen, Gebühren) beeinflusst wird, sondern auch durch sachfremde Zahlungen (Auszahlung von Fördermitteln, Verwaltungskosten). Zu berücksichtigen sind nur die Veränderungen des Vermögens, die der Vermögenssphäre zuzurechnen sind. Die Performance ist wie folgt zu ermitteln:

$$P = \frac{(\sum \text{Marktwert } t_1 - \sum \text{Marktwert } t_0) - \text{sachfremde Zuflüsse} + \text{sachfremde Abflüsse}}{\sum \text{Marktwert } t_0}$$

Der so ermittelte Quotient (z.B. 1,014 für einen Monat, d.h. 1,4 Prozent Performance) kann multiplikativ mit den Werten der Folgemonate verknüpft werden, um die Jahresperformance zu ermitteln:

$$P_n = P_1 \times P_2 \times P_3 \dots \text{ usw.}$$

Das vorgestellte Verfahren ist bei monatlicher Berechnung hinreichend genau, wenngleich es auch darauf ankommt, ob ein größerer Mittelabfluss am Anfang oder Ende einer Periode erfolgt. Streng genommen, müsste bei größeren sachfremden Zu- oder Abflüssen jeweils eine Performance-Rechnung durchgeführt werden.

Es empfiehlt sich, externe Vermögensmanager auf Basis eines Performancevergleichs mit der jeweiligen Benchmark zu honorieren (performanceabhängige Fee). Um den Appetit der Manager auf hohe Risiken (= Chance auf hohe Gebühren) zu zügeln, sollten jedoch parallel Vereinbarungen zur Begrenzung des Risikos getroffen werden.

## 9.7 Schlussbemerkung

Betrachtet man existierende Stiftungen, so wird der Mittelverwendung in der Regel größere Aufmerksamkeit zuteil 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.

*Holger Benke, Gemeinnützige Hertie-Stiftung*