



ERFOLGREICH WIE DIE „GROSSEN“

Anlagestrategien für kleinere Stiftungen

von Holger Benke und Rainer Maucher, Frankfurt am Main



Kleine Stiftungen haben nicht so viele Anlagemöglichkeiten wie die großen; sie können nicht so hohe Risiken tragen; spezielle Wertpapierfonds, die von den großen genutzt werden, stehen ihnen nicht offen, und die Kosten der Vermögensanlage sind bei ihnen wesentlich höher. – So lauten die gängigen Vorurteile. Sie sind – wie die meisten Vorurteile – weitgehend falsch. Richtig ist, dass

kleine Stiftungen grundsätzlich die gleichen Risiken eingehen können und sollten wie die großen. Die Vermögensanlage muss auch nicht viel teurer sein – vorausgesetzt, man wählt die richtigen Produkte und Anlagestrategien. Keinesfalls sollten Stiftungen aus Unsicherheit Performance verschenken und damit die Chance vergeben, nicht nur ausreichende Fördermittel zu erwirtschaften, sondern zugleich ihr Vermögen langfristig real (also nach Inflation) zu erhalten. Sollte es kleinen Stiftungen an Know-how für die Vermögensanlage und an Risikobereitschaft fehlen, mag das folgende Beispiel wegweisend sein.

ANLAGEGRUNDSÄTZE

Am Kapitalmarkt gibt es für Investoren eine kaum noch zu überschauende Vielfalt von Produkten. Für jeden Anleger kommt es zunächst darauf an, sich Klarheit über die eigenen Ziele zu verschaffen, sich einige Grundkenntnisse über die Portfoliotheorie anzueignen (ohne mathematische Formeln – ein intuitives Grundverständnis reicht völlig), und aus den verfügbaren Produkten eine geringe Zahl wirklich relevanter Anlagen auszuwählen. Dabei sind folgende Prämissen zu beachten:

- Wesentliche Ziele der Vermögensanlage sind die Erwirtschaftung angemessener, stabiler Erträge zur Erfüllung des Stiftungszwecks und die dauerhafte

Erhaltung der Leistungsfähigkeit des Stiftungsvermögens.

- Rentenanlagen sind ertragsschwach und unterliegen der Geldentwertung; sie allein sind nicht geeignet, die Leistungsfähigkeit des Stiftungsvermögens sicherzustellen und auf Dauer zu erhalten. Aktien- und Immobilienanlagen gehören in jedes gut diversifizierte Stiftungsportefeuille.
- Stiftungen haben einen sehr langen („ewigen“) Anlagehorizont und sind deshalb in der Lage, höhere Risiken zu tragen als Privatanleger und viele Institutionelle. Das Ziel der Vermögenserhaltung bezieht sich nicht auf Kalenderjahre, sondern auf eine langfristige Betrachtung. Schwankende Vermögenswerte sind unproblematisch, Kurssicherungsgeschäfte kosten Performance und sind bei einem breit diversifizierten, langfristig investierten Portefeuille nicht erforderlich.
- Die Vermögensanlage orientiert sich an den Erkenntnissen der modernen Portfoliotheorie. Entscheidend sind nicht die einzelnen Anlagen im Portefeuille, sondern Ertrag und Risiko des Gesamtvermögens. „Riskante“ Einzelanlagen sind zulässig, sofern sie dazu beitragen, die Qualität des Gesamtportfolios zu verbessern.
- Weder das Stiftungs- noch das Gemeinnützigkeitsrecht hindern Stiftungen an einer modernen Vermögensanlage. Kursverluste führen grundsätzlich weder zur Aberkennung der Gemeinnützigkeit noch zu Haftungsrisiken für die Stiftungsorgane.
- Aktives Portfoliomanagement (Stockpicking, Timing, taktische Asset Allocation) ist teuer und nur in ineffizienten Märkten (z.B. bei Small Caps, also Aktien kleiner Gesellschaften) erfolgversprechend. Stiftungen, insbesondere kleine und mittlere, investieren langfristig und sollten ihre Anlagen auf Indexfonds oder einfache Strategien konzentrieren.



VERBESSERUNG DES STIFTUNGSPORTEFEUILLES

Ausgangspunkt der Überlegungen (Benchmark) ist ein Portefeuille, das aus 85 % Bundesanleihen und 15 % Aktien (DJ EURO STOXX50) besteht. Viele Stiftungen dürften bereits heute vergleichbare Strukturen umgesetzt haben. Im Betrachtungszeitraum 01.01.2001 bis 31.12.2006 sind die beiden Baisse-Jahre 2001 und 2002 enthalten, in denen die europäischen Aktien erst 19 % und dann nochmals 36 % an Wert verloren.

Für die folgenden Musterportefeuilles werden Exchange Traded Funds (ETF) verwendet, alle Berechnungen basieren auf Datensätzen und einem Optimierungsprogramm von INDEXCHANGE. Die Fonds investieren in Aktien oder Anleihen, um einen bestimmten Index nachzubilden oder einfache, klar definierte Anlagestrategien umzusetzen; sie sind börsennotiert, kostengünstig (geringe Verwaltungsgebühren, ohne Ausgabeaufschläge erhältlich), jederzeit liquidierbar und beinhalten – anders als Zertifikate – kein Emittentenrisiko.

Das Ausgangsportefeuille hatte in der Referenzperiode bei monatlicher Reallokation (Wiederherstellung der anfänglichen Anlagequoten) eine Performance (Summe aus laufenden Erträgen und Kursveränderungen) von 4,3 % p.a., eine Volatilität (jährliches Schwankungsrisiko) von 2,8 % und eine Sharpe-Ratio von 0,5. Die Sharpe-Ratio von 0,5 besagt, dass der Mehrertrag des Portefeuilles im Vergleich zu einer risikolosen Alternativenanlage (durchschnittlicher Geldmarktzins in der Referenzperiode) 0,5 Prozentpunkte je 1 Prozentpunkt zusätzlichem Risiko betrug. Das Risiko des Portefeuilles wurde hier also nur sehr gering „belohnt“. Wenngleich die Aktienanlagen bereits im Euroraum gestreut wurden, war die Risikostreuung insgesamt zu gering. Es fehlten wichtige europäische Märkte (Großbritannien, Schweiz), die Vereinigten Staaten und der gesamte asiatische Raum; die festverzinslichen Anlagen bestanden nur aus Bundesanleihen.

Zur Verbesserung der Portefeuillestruktur wird deshalb in einem ersten Schritt der Aktienanteil auf 30 % erhöht, werden

europäische Werte außerhalb des Euro-Raumes einbezogen und jeweils 10 % in US-Aktien und asiatische Werte investiert. In allen Märkten wird die „Dividendenstrategie“ gewählt: Aus den Aktien des jeweiligen Universums werden nur die dividendenstärksten Titel ausgewählt. Diese Strategie führt zu einer Konzentration auf ertragsstarke Unternehmen, schließt de facto riskante „High-Tech-Werte“ aus, schafft relativ hohe laufende Erträge und hat die Indizes in der Vergangenheit oft geschlagen. Bei den Anleihen (70 %) beziehen wir europäische Staatsanleihen mit ein (iBoxx € Liquid Sovereigns).

GRENZEN DER OPTIMIERUNG

Das überarbeitete Portefeuille weist mit 8,2 % p.a. Performance und einer Volatilität von 3,4 % bereits wesentlich bessere Werte auf. Die Sharpe-Ratio ist mit 1,6 recht gut. Die Werte könnten aber durch Gewichtsveränderungen oder das Weglassen bzw. Hinzufügen einzelner Assets weiter optimiert werden. Bei der Entwicklung der Anlagestrategie kann es jedoch nicht nur darauf ankommen, aus den verfügbaren Fonds für den gewählten Zeitraum ein theoretisch optimales Portefeuille zu ermitteln. Stiftungsportefeuilles sind nicht „optimal“ im Sinne der Portfoliotheorie, weil weitere Faktoren eine Rolle spielen: Vorgaben des Stifters, stiftungs- und steuerrechtliche Vorschriften, die Qualität bestimmter Anlagearten als langfristige „Wertbewahrer“ (z.B. Immobilien), die Praktikabilität und Kosten der Umsetzung, die fachliche Qualifikation des Stiftungsvorstandes und der Grad seiner Bereitschaft, aktiv Verantwortung für die Vermögensanlage zu übernehmen, sowie das Anlageverhalten anderer deutscher Stiftungen als „Peer-Group“.

Auch bezüglich der Referenzperioden steht man bei der praktischen Umsetzung der Portfoliotheorie vor einem Dilemma: Einerseits wünscht man sich lange Vergleichszeiträume, um statistisch signifikante Ergebnisse zu erhalten, andererseits stellt sich mit zunehmender Länge der Perioden die Frage, ob die Einflussfaktoren und Wirkungszusammenhänge vergangener Zeiten in Zukunft überhaupt noch relevant sein werden.

Fonds	WKN	Anlagestrategie	Anteil am Portefeuille	Anrechnung auf Asset-Art						Kosten p.a.*
				Renten Europa	Immobilien	Aktien Europa	Aktien USA	Aktien Asien/Pacific	Rohstoffe	
iBoxx ^R € Liquid Sovereigns Capped 1,5-10,5 ^{EX}	A0H 078	Hochliquide europäische Staatsanleihen	49,0%	49,0%						0,16%
DJ STOXX SM 600 Real Estate ^{EX}	A0H 075	Immobilienaktien Europa	10,0%		5,0%	5,0%				0,47%
DJ STOXX SM Americas 600 Real Estate ^{EX}	A0H 076	Immobilienaktien Nordamerika	10,0%		5,0%		5,0%			0,72%
DJ STOXX SM Asia Pacific 600 Real Estate ^{EX}	A0H 077	Immobilienaktien Asien/Pacific	10,0%		5,0%			5,0%		0,72%
DJ STOXX SM 600 Basis Resources ^{EX}	634 472	Anlage in Rohstoffe über Grundstoffindustriektien	6,0%			1,0%	1,0%	1,0%	3,0%	0,52%
DJ Asia Pacific Select Dividend 30 ^{SM EX}	A0H 074	Asiatische Aktien mit hoher Dividendenrendite	5,0%					5,0%		0,32%
DJ US Select Dividend ^{SM EX}	A0D 8Q4	US-Aktien mit hoher Dividendenrendite	5,0%				5,0%			0,32%
DJ STOXX SM Select Dividend 30 ^{EX}	263 529	Europ. Aktien mit hoher Dividendenrendite	5,0%			5,0%				0,32%
Summe / Gew. Durchschnitt			100,0%	49,0%	15,0%	11,0%	11,0%	11,0%	3,0%	0,35%

* Quelle: INDEXCHANGE; Total Expense Ratio (TER)

Abbildung 1

IMMOBILIEN ALS WERTBEWAHRER

Stiftungen, die lange Zeiträume überdauern konnten, hatten in der Regel hohe Anteile ihres Vermögens in Immobilien investiert. Ein Immobilienanteil im Stiftungsvermögen erscheint deshalb unverzichtbar, und zwar unabhängig davon, ob dies mit dem „portfoliotheoretischen Optimum“ vereinbar ist oder die Kennzahlen möglicherweise verschlechtert. Direktanlagen scheiden für kleine Stiftungen allerdings aus und Immobilienfonds sind mit einer Reihe von Nachteilen verbunden (Ausgabeaufschläge, zeitweise hohe flüssige Mittel im Fonds). In Betracht kommen aber Immobilienaktien, die ebenfalls in der Form von ETF verfügbar sind. Vorteile sind unter anderem die jederzeitige Liquidierbarkeit und die tägliche Kursfeststellung. Ein Nachteil besteht darin, dass die Kursentwicklung deutlich mit der Entwicklung des Aktienmarktes korreliert ist. Vereinfachend werden daher nur 50 % der Immobilienaktien der Immobilienquote zugerechnet, die restlichen 50 % den jeweiligen Aktienanlagen.

6 % des Vermögens werden gezielt in Aktien der Grundstoffindustrie investiert, um strategisch und zur Risikostreuung eine „Rohstoffkomponente“ ins Portefeuille aufzunehmen. Wegen der Korrelation mit dem Gesamtmarkt rechnen wir auch hier nur die Hälfte dem Rohstoffsektor zu, die übrigen drei Prozentpunkte werden gleichgewichtig den Aktienregionen Europa, USA und Asien zugeschlagen. Der ausgewählte ETF enthält keine Aktien aus dem Energiebereich, der wegen seiner Preissensibilität auf weltpolitische „Krisen aller Art“ nicht berücksichtigt werden soll.

Die regionale Aufteilung der Aktienanlagen resultiert nicht aus einer Optimierungsrechnung, sondern wurde bewusst vereinfachend festgesetzt: prognosefrei und gleichgewichtet. Dies gilt auch für die Quote der festverzinslichen Wertpapiere: Mit Blick auf die im deutschen Stiftungswesen („Peer-Group“) derzeit noch üblichen Vermögensstrukturen, die erheblich höhere Anleihen-Quoten aufweisen, wurde der Rentenanteil bei rund 50 % gehalten.

VORSCHLAG FÜR EIN STIFTUNGSPORTEFEUILLE ...

Das Portefeuille (Abb. 1) mit der vorgeschlagenen Aufteilung nach Assetklassen (Abb. 2) und Währungsstreuung (Abb. 3) enthält über die insgesamt acht ETF mehr als 260 Aktien- und 25 Anleihetitel. Das größte Einzelrisiko bei den Aktien beträgt etwa 1 % des Gesamtvermögens. Die Performance dieses Stiftungsportfolios betrug 10,7 % p.a., die Volatilität 5,8 %; die Sharpe-Ratio lag bei 1,4 und damit etwas schlechter als bei dem zuvor betrachteten Portefeuille. Die Qualität des Portfolios lässt sich auch durch Beimischung aktiv gemanagter Fonds (z.B. Small Caps) oder Dach-Hedgefonds (repräsentiert durch den Tremont-Index) im Rahmen der vorgesehenen Gewichtungen und Referenzperioden praktisch nicht mehr verbessern.

Die Vermögensentwicklung im Vergleich zur Benchmark (Abb. 4) zeigt: Das Portfolio hat sich auch in den sehr schwierigen Aktienjahren 2001 und 2002 gut geschlagen und lag nur für wenige Monate im Jahr 2003 geringfügig schlechter als die Benchmark.

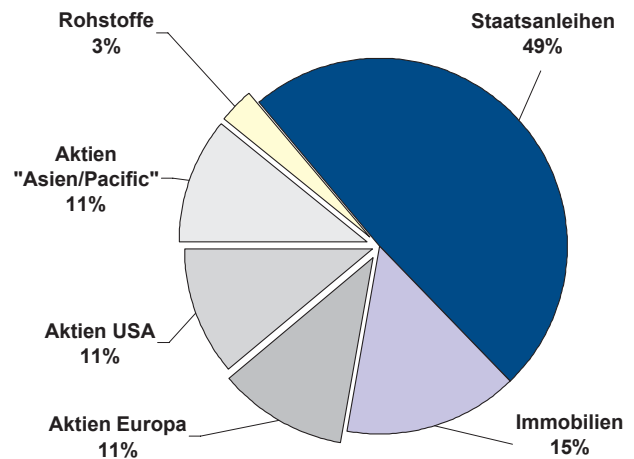


Abbildung 2: Asset-Allocation

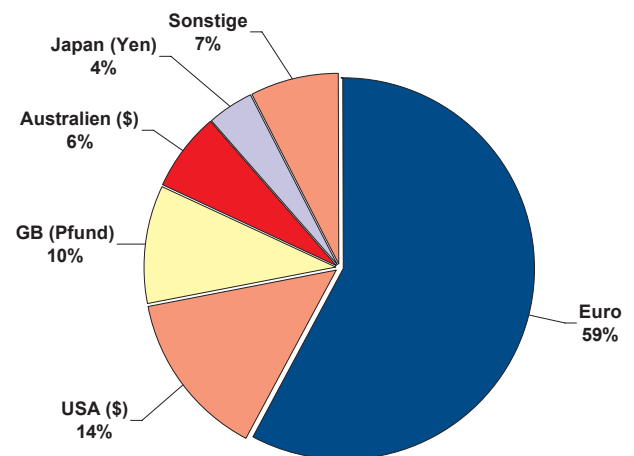


Abbildung 3: Währungsaufteilung

... BREIT GESTREUT, CHANCENREICH UND „PFLEGELEICHT“

Nur im Baissejahr 2002, als der EURO STOXX50 36 % an Wert einbüßte, ergab sich eine leicht negative Jahresperformance (Abb. 5).

Die Fonds schütten zu unterschiedlichen Zeitpunkten und zum Teil mehrmals jährlich laufende Erträge aus, die zur Erfüllung des Stiftungszwecks und zur Deckung von Verwaltungsausgaben verwendet werden können. Durch Hochrechnung der aktuellen Dividendenrenditen und der durchschnittlichen Kupons bei den Festverzinslichen ist eine Ausschüttung von etwas über 3 % zu erwarten, die zeitlich verteilt über das Jahr anfällt (Abb. 6). Trotz der Kursverluste im Jahr 2002 hätten auch hier die laufenden Ausschüttungen der Fonds zur Finanzierung der Stiftungsaktivitäten vermutlich ausgereicht; notfalls hätte die Stiftung auf freie Rücklagen der Vorjahre zurückgreifen können.

Sollte ein solches Portfolio in der Praxis realisiert werden, wäre eine halbjährliche oder jährliche Reallokation zu festgelegten Terminen ausreichend. Die Performance des Portefeuilles wäre in den vergangenen sechs Jahren aufgrund dieser verzögerten

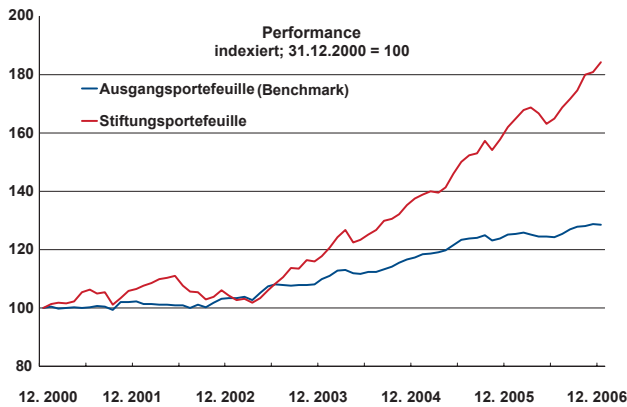


Abbildung 4: Performance, indexiert; 31.12.2000 = 100

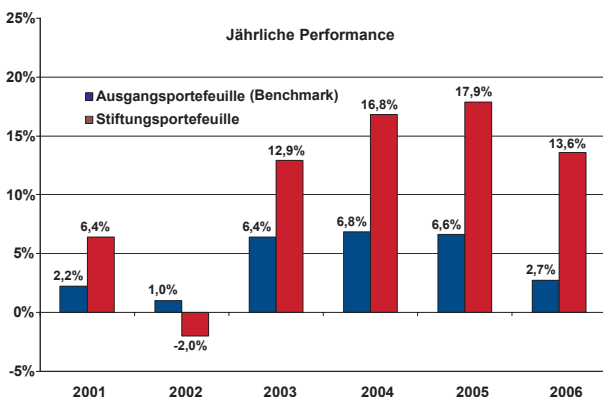


Abbildung 5: Jährliche Performance

Wiederherstellung der ursprünglichen Anlagequoten nicht wesentlich anders ausgefallen als bei monatlicher Anpassung. Die Transaktionskosten betragen unter 0,1 % p.a., da ja stets nur ein geringer Teil der Anlagen umzuschichten wäre.

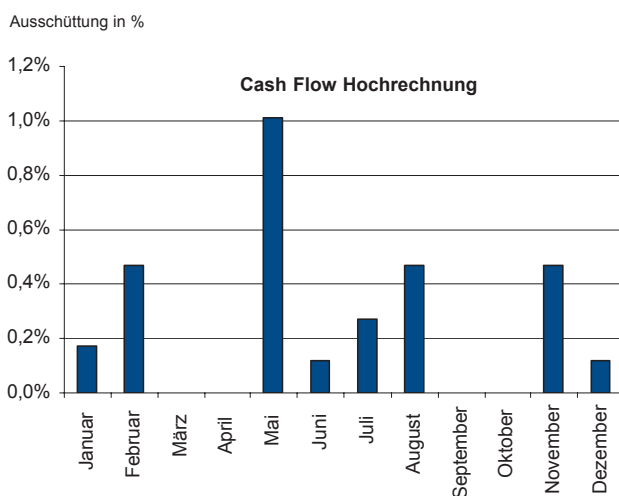


Abbildung 6: Cash Flow Hochrechnung

Aus den laufenden Erträgen kann eine Freie Rücklage gem. § 58 Nr. 7a AO (max. 1/3 der Erträge) gebildet und der

Gegenwert in der gleichen Struktur wie das Gesamtportfolio reinvestiert werden. Ob diese Maßnahme zur Erhaltung der Vermögenssubstanz überhaupt erforderlich wäre, bliebe abzuwarten. Wenn langfristig Kursgewinne anfallen, womit zu rechnen ist, könnten die laufenden Erträge voll verausgabt werden.

Die Kursgewinne bleiben entweder unrealisiert und dienen als Risikopuffer für eventuelle Vermögenswertschwankungen oder sie können realisiert und einer Umschichtungsrücklage zugeführt werden. Alternativ wäre es auch denkbar, realisierte Kursgewinne vollständig oder teilweise der Mittelverwendung zuzuführen, sofern die Stiftung den (realen) Erhalt ihres Stiftungsvermögens durch frühere Wertsteigerungen sichergestellt hat und die Satzung keine gegenteiligen Regelungen enthält.

Die dargestellte Anlagestrategie bietet insgesamt folgende Vorteile:

- Breite Risikodiversifizierung durch Streuung über verschiedene Assetklassen, Länder und Emittenten
- Deutlich höhere Ertragserwartung im Vergleich zu traditionellen Stiftungsportfeuilleen
- Regelmäßige Reallokation (Wiederherstellung der ursprünglichen Anlagequoten) „zwingt“ zu einer antizyklischen Anlagepolitik
- Einfache Realisierung, sehr geringer Betreuungsaufwand, geringe Kosten
- Marktwert des Gesamtvermögens ist täglich feststellbar
- Alle Anlagen sind jederzeit liquidierbar
- Über das Jahr verteilte Liquiditätszuflüsse aus Fondsausschüttungen
- Die Vermögensstruktur kommt der Asset-Allocation großer deutscher Stiftungen, die in der Vermögensanlage über viele Jahre erfolgreich waren, sehr nahe
- Gut begründbare, langfristige Anlagestrategie – keine Haftungsrisiken für Organmitglieder

Da das Stiftungsrecht in Deutschland Ländersache ist und in der Praxis unterschiedlich „streng“ ausgelegt wird, sollte im Zweifel vor Umsetzung einer solchen Anlagestrategie eine Abstimmung mit der Stiftungsaufsicht erfolgen oder rechtliche bzw. steuerliche Beratung in Anspruch genommen werden.

KURZ & KNAPP

Ist die Vermögensanlage für kleine Stiftungen viel schwieriger und teurer als für die großen? Stimmt es, dass kleine Stiftungen nicht so hohe Risiken eingehen sollten bzw. dürfen? An einem Beispiel mit Exchange Traded Funds lässt sich darstellen, wie auch kleine Stiftungen mit sehr geringem Aufwand eine Vermögensstruktur wie die großen herstellen und damit erfolgreich sein können. Und was für große deutsche Stiftungen erlaubt ist und auch seit Jahren tatsächlich praktiziert wird, kann für kleine nicht verboten sein.