



SIEBEN IRRTÜMER

Orientierung bei der Vermögensanlage von Stiftungen

von Katja Bär, Bad Homburg

Woran kann sich der Vorstand einer Stiftung bei der Vermögensanlage orientieren? Die relevanten Rechtsvorschriften gehen lediglich von der Bestandserhaltung aus, machen aber keine weiteren Vorgaben. So zeigen sich in der Praxis bei vielen Stiftungsvorständen gerade in Zeiten schwankender Börsen große Unsicherheiten. Sieben Irrtümer, die immer wieder in Gesprächen eine Rolle spielen, sind Gegenstand der folgenden Überlegungen.

1. INVESTMENTFONDS SIND TEUER!

Sicher erscheinen Investmentfonds auf den ersten Blick als teuer. Doch 1. können einzelne Kosten in ihrer Höhe mit den Banken oder Vermögensverwaltern verhandelt werden, 2. gibt es auch Investmentfonds mit günstiger Kostenstruktur und 3. leiten ausgewählte Vermögensverwalter Vertriebsprovisionen (so genannte Retrozessionen oder Kickbacks) entweder an ihre Mandanten weiter oder kehren sie direkt in die betreffenden Investmentfonds aus, so dass die Kostenbelastung günstiger als ein Direktmandat sein kann.

Ob ein Investmentfonds teuer oder günstig ist, zeigt die Kostenstruktur. Die Gesamtkostenbelastung (Total Expense Ratio), die jeweils für das abgelaufene Geschäftsjahr veröffentlicht wird, gibt die jährlichen Kosten eines Investmentfonds an, und zwar sowohl für die laufende Verwaltung und das Management als auch für die technische Abwicklung einschließlich der Rechnungsberichte und Verkaufsprospekte. Diese Kosten werden direkt dem Fondsvermögen entnommen und liegen zwischen 0,2 % und 2 % jährlich. Nicht berücksichtigt werden dabei Transaktionskosten aus Käufen und Verkäufen innerhalb des Investmentfonds. Gleiches gilt für die Depotbankvergütung, einer Gebühr für die Verwahrung des Fondsvermögens und für die Ausübung der gesetzlichen Kontrolltätigkeit: Kosten, die der Anleger nicht sehen kann, weil auch sie direkt dem Fondsvermögen entnommen und nicht über das Konto des Anlegers bezahlt werden. Transparenz ist dennoch möglich, da seit dem 01.11.2007 alle Kosten offenzulegen sind.

Darüber hinaus können beim Kauf Ausgabeaufschläge als Vertriebsprovision anfallen. Bei Dachfondskonstruktionen können sie zusätzlich auch auf die Unterfonds anfallen. Besonders beim Ausgabeaufschlag, der regulär zwischen 3 % und 6 % des Kaufpreises beträgt, kann der Kunde verhandeln. Wer auf ein Verkaufs- oder Beratungsgespräch verzichtet oder eine größere Summe in einen Fonds investiert, kann Nachlässe bis hin zum Totalverzicht erzielen.

Eine andere Alternative ist die Anlage in Exchange Traded Funds (kurz: ETFs). Bei ETFs handelt es sich auch um Investmentfonds, die im Gegensatz zum klassischen Investmentfonds an der Börse gehandelt werden. Man unterscheidet dabei passiv gemanagte Aktienfonds (auch Indexfonds genannt) und aktiv gemanagte Exchange Traded Funds. ETFs haben deutlich geringere Verwaltungsgebühren; sie liegen im Normalfall zwischen 0,15 % und 0,5 %. Auch die Transaktionskosten sind niedrig: Der Spread – die Differenz zwischen An- und Verkaufskurs – macht nur rund 0,1 % aus.

Grundsätzlich sollten sich gemeinnützige Stiftungen in der Vermögensanlage einen engagierten Partner suchen, der einen „Gemeinnützigkeitsrabatt“ gewährt, indem er auf Ausgabeaufschläge vollständig verzichtet, Verwaltungsgebühren gering ansetzt und Vertriebsprovisionen an seine Kunden auskehrt.

2. BEI NIEDRIGEN ZINSEN KURZFRISTIG ANLEGEN!

Sofern sich hinter dieser Aussage die Erwartung steigender Zinsen verbirgt, ist ihr zuzustimmen. Steigen die Zinsen, werden neu emittierte Anleihen mit einem Zinscoupon ausgestattet, der den Zinscoupon bestehender Anleihen übersteigt. Dies hat zur Folge, dass der Kurs bestehender Anleihen sinkt.

Verkauft eine Stiftung nach einem Zinsanstieg die „alten“ Anleihen – welche auf niedrigerem Zinsniveau erworben wurden – wird sie wahrscheinlich Verluste realisieren. Mit diesem Verkauf wird – sofern keine Rücklagen vorhanden sind – das Stiftungskapital vermindert und es könnte der Verlust der Gemeinnützigkeit drohen. Durch eine einfache Strategie kann diese Gefahr reduziert werden: Anleihen sollten zu einem Kurs von maximal 100 % gekauft und bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Am Ende der Laufzeit wird die Anleihe zu 100 % zurückgezahlt. Es bleibt nur das Emittentenrisiko. Aus dieser Strategie ergibt sich als weiterer Vorteil die Planbarkeit der Erträge. Investiert man den Rentenanteil im Portfolio zu Beginn in zehn Anleihen mit einer Laufzeit von einem Jahr bis zehn Jahre, wird jedes Jahr eine Anleihe fällig. Diese wiederum wird durch eine neue bzw. bereits existierende Anleihe

mit 10-jähriger Restlaufzeit ersetzt. Ist der Erwerbskurs kleiner oder gleich 100 %, erreicht man einen Zinsnachlauf, d.h. bei steigenden Zinsen erreicht der durchschnittliche Zinscoupon erst dann seinen Höhepunkt, wenn die Zinsen bereits wieder fallen.

3. INTERNATIONALE RENTENPAPIERE ERWIRTSCHAFTEN EINEN MEHRERTRAG!

In ausländischer Währung gerechnet, mag diese Aussage stimmen – in der Heimatwährung allerdings nicht. Berücksichtigt man den Wechselkurs, können Fremdwährungsanleihen keinen höheren Gesamtertrag bringen. Die Zinsdifferenz entspricht letztlich dem zukünftig zu erwartenden Wechselkursverlust. Fördert eine Stiftung Projekte in Ländern, in denen der Euro nicht die Ausgabewährung stellt, ist eine Anlage in internationalen Rentenpapieren durchaus sinnvoll. Sobald die Ausgaben ausschließlich in Euro getätigt werden, macht eine Anlage in internationale Rentenpapiere keinen Sinn.

4. BESTANDSERHALTUNG VERLANGT MÜNDELSICHERHEIT!

Das Bayerische Stiftungsgesetz verlangte als letztes Landesstiftungsgesetz noch bis 1996 eine mündelsichere Anlage der Stiftungsgelder. Damit war das Anlageuniversum deutlich eingeschränkt, was den finanziellen Interessen der Stiftung entgegenstand, wie die Insolvenz vieler Stiftungen deutlich zeigte, als Inflation und Währungsreform ihre Anlagen wertlos machten und sie nicht flexibel auf die Marktveränderungen reagieren konnten. Mittlerweile wurde die Bestimmung aber durch den Grundsatz einer sicheren und wirtschaftlichen Vermögensverwaltung ersetzt.

5. MAXIMAL EIN DRITTEL IN AKTIEN!

Die Ein-Drittel-Grenze wird in der Praxis einiger Stiftungsaufsichtsbehörden als „pragmatische Annäherung“ oder „Damenregel“ angewandt. Konkrete gesetzliche Vorgaben hierzu gibt es nicht.

Langfristige Investitionsportfolios müssen diversifiziert und aktienorientiert sein. Die jährliche Performance von Euro-Staatsanleihen höchster Bonität dürfte in den nächsten 30 Jahren nur rund 4 % jährlich betragen, während aus den aktuellen Dividendenrenditen der 50 größten Aktiengesellschaften im Euro-Raum und deren langfristigen Gewinnwachstum eine geschätzte Performance von etwa 7 % jährlich abgeleitet wird. Damit gilt: Je höher die Aktienquote eines Stiftungsvermögens, umso höher ist langfristig sowohl das mögliche Ausschüttungsvolumen als auch die Sicherheit, dass die Kaufkraft oder die ökonomische Leistungsfähigkeit eines Stiftungsvermögens dauerhaft erhalten bleibt.

6. HEDGE FONDS FÜR STIFTUNGEN UNGEEIGNET!

In den Portfolios der deutschen Stiftungen spielen Hedge Fonds derzeit keine Rolle. Unter Diversifikationsaspekten sollten Stiftungen sich jedoch den nicht-traditionellen Anlageklassen öffnen, tragen sie doch aufgrund ihrer hohen, absoluten Rendi-

teerwartung und der geringen oder sogar negativen Korrelation zu den traditionellen Anlageklassen (Renten, Aktien) wesentlich zum Substanzerhalt bei. Kritiker vertreten die Ansicht, dass das im Steuerrecht verankerte Gebot, das Stiftungsvermögen ertragbringend anzulegen, es den gemeinnützigen Stiftungen nach gängiger Praxis der Finanzverwaltung verwehren würde, auch nur einen Teil ihres Vermögens in Werte zu investieren, die keinen laufenden Ertrag abwerfen. Diese Auffassung verkennt, dass bei der Beurteilung nicht auf die einzelne Kapitalanlage, sondern auf das Portfolio insgesamt abzustellen ist. Wichtig ist, dass das Gesamtportfolio insgesamt eine stetige und positive Ertragsentwicklung aufweist.

7. PERFORMANCE MISST DEN ANLAGEERFOLG!

Für Privatanleger mag diese Aussage korrekt sein, für eine Stiftung hingegen ist der alleinige Blick auf die Performance fatal. Von entscheidender Bedeutung ist nicht die absolute Performance, sondern sind deren Zusammensetzung, die konkreten Ertragsflüsse und die daraus resultierenden bilanziellen Auswirkungen unter Berücksichtigung der satzungsmäßigen Vorgaben. Es bestehen Unterschiede zwischen 6 % Performance, 6 % Dividenden- oder Mieteinnahmen (also laufenden ordentlichen Erträgen), 3 % ordentlichen und 3 % außerordentlichen Erträgen (z.B. Kursgewinnen), 6 % außerordentlichen Erträgen, die nicht dem Gebot der zeitnahen Mittelverwendung unterliegen, oder 8 % laufenden Erträgen und 2 % Kursverlusten, die einen Abschreibungsbedarf in gleicher Höhe verursachen würden.

KURZ & KNAPP

Stiftungsrechtliche Vorschriften sind mit Blick auf die Vermögensanlage nicht entscheidungsrelevant formuliert und deshalb als Zielvorgabe für die Vermögensanlage untauglich. Stiftungen sind daher bei der Anlage des Stiftungsvermögens grundsätzlich frei, wenn nicht der Stifter konkrete Vorgaben in der Satzung gemacht hat. In der Praxis wird eine Reihe von Irrtümern zur Anlage von Stiftungsvermögen kolportiert, die bei konkreten Entscheidungen vermieden werden sollten.

ZUM THEMA

Henß, Olaf: Stiftungsfonds aus Sicht der Praxis, in: ZSt 2005, S. 59-64

Kayser, Joachim / **Richter**, Andreas: Rechtliche Rahmenbedingungen bei Alternative Investments für Stiftungen in Deutschland – Möglichkeiten und Grenzen der Vermögensanlage am Beispiel von Hedge Fonds, in: Handbuch Alternative Investments Band 2, 2006, S. 595-610

Panse, Reinhard / **Bär**, Katja: Strategische Vermögensanlage für Stiftungen, in: Richter, Andreas / Wachter, Thomas (Hrsg.): Handbuch des Internationalen Stiftungsrechts 2007, S. 119-136

in *Stiftung&Sponsoring*

Lampe, Jürgen: Qualitätssicherung in der Verwaltung von Wertpapiervermögen. Das Spannungsfeld zwischen make or buy, S&S RS 1/2007

Dr. Katja Bär ist Senior Client Advisor bei UBS Sauerborn und dort verantwortlich für den Fachbereich Stiftungen, www.ubs.com/deutschland