

40

Organisati... Die Inhalte sind urheberrechtlich geschützt. Lizenziert für Frau Dr. Katja Bär

LEHREN AUS DER FINANZKRISE

Zeit und Geduld sind die wichtigsten Komponenten in der Vermögensanlage

von Katja Bär, Bad Homburg

**Die Finanzkrise greift auch auf Stiftungen über. Zwar haben sie in der Regel recht vorsichtig agiert, dennoch gibt es einige, deren Projektarbeit im kommenden Jahr angesichts eingebrochener Erträge gefährdet ist. Schuld daran sind einerseits stark gesunkene Zinserträge und andererseits die Unkenntnis über das Verhalten des Portfolios oder einzelner Vermögensanlagen. Aus den Praxiserfahrungen der letzten Zeit lassen sich einige Lehren ziehen.**

AGIEREN SIE NICHT WIE EIN PRIVATANLEGER

Eine Stiftung ist i.d.R. auf Dauer angelegt und wird zumeist die Amtszeit eines Vorstandes oder die Lebenserwartung der Stifter bei weitem überdauern. Warum wählen Stiftungsvorstände trotzdem nur einen relativ kurzen Anlagehorizont? Dafür gibt es nur zwei Antworten: Sie hoffen auf Zinssteigerungen und warten auf günstige Aktienkurse für den Einstieg. Bei Stiftungen kommt es jedoch nicht darauf an, welches Zinsniveau aktuell vorherrscht und wie Aktien notieren, wenn das Portfolio breit diversifiziert wurde. Bei ihnen besteht nicht die Notwendigkeit, Teile ihres Vermögens zu irgendeinem Zeitpunkt zu veräußern, da sie nur die Erträge verwenden dürfen. Im Vordergrund sollte vielmehr die Frage stehen, welche laufenden Erträge sicher jedes Jahr zur Verfügung stehen müssen. Deshalb sollten Stiftungen ihr Vermögen mit einer Zwei-Portfolio-Strategie steuern: Im ersten Portfolio (Renten und Immobilien) wird in sichere Anlagen investiert, die ausreichend planbare Erträge generieren, um mindestens die wichtigsten Projekte zu fördern und die laufenden Verwaltungskosten zu decken. Im zweiten Portfolio (Aktien und andere risikobehaftete Anlageklassen) können alle sonstigen Assetklassen vertreten sein mit dem Ziel, langfristig Wertsteigerungen zu erzielen.

SITZEN SIE KURSWERTSCHWANKUNGEN AUS

Immer wieder kommt es an den Aktienmärkten zu gravierenden Einbrüchen. Wertveränderungen im Stiftungsvermögen sind aber grundsätzlich nichts Schlimmes. Es gilt vielmehr bei einer strategisch vernünftigen Struktur des Stiftungsvermögens, die Wertschwankungen emotional auszuhalten und nicht panikartig bei Tiefständen zu verkaufen.

Ein Investor, der 1989 Aktien kaufte, hätte bei einem Verkauf ein Jahr später (1990) einen Verlust in Höhe von 19,79 % realisiert (siehe Abb.). Hätte derselbe Anleger die Aktien bis Ende 1999 gehalten, läge seine durchschnittliche jährliche Performance bei +19,4 %. In einer vergleichbaren

European Stock Returns Since 1986

The DAI Euro Return Triangle

Based on Dow Jones Euro STOXX 50 Performance Index™

Year	Return (%)
1987	-27,6
1988	-0,6
1989	8,9
1990	0,9
1991	4,5
1992	4,9
1993	9,7
1994	7,8
1995	8,9
1996	10,5
1997	12,9
1998	14,6
1999	16,9
2000	15,5
2001	12,8
2002	8,8
2003	9,4
2004	9,4
2005	10,1
2006	10,5
2007	10,5
2008	7,2

Abb.: Renditedreieck

Situation befinden wir uns heute mit großer Wahrscheinlichkeit wieder.

Häufige Transaktionen verursachen meist nur Kosten. Eine Buy-and-hold-Strategie lohnt sich, solange börsennotierte Unternehmen nicht insolvenzgefährdet sind. Um das Ausfallrisiko zu minimieren, sollte entweder in ausschüttende Aktienfonds investiert oder bei einem ausreichend großen Vermögen über Einzeltitel ein gut diversifiziertes Aktienportfolio aufgebaut werden. Unabhängig von der Kursentwicklung können bei Aktieninvestments Dividenden ausgeschüttet werden, die der Anleger als ordentlichen Ertrag vereinnahmen kann. In Deutschland waren das im Durchschnitt der letzten 40 Jahre immerhin 3,1 % p.a., in Europa 3,8 % p.a. und in den USA 4,3 % p.a.

NUTZEN SIE DIE FREIHEITEN IN DER RECHNUNGSLEGUNG

Die Mehrzahl der Landesstiftungsgesetze verlangt keinen handelsrechtlichen Jahresabschluss. Stiftungen sollten – sofern nicht ausdrücklich anders in der Satzung geregelt – deshalb zunächst mit einer Einnahmen-Ausgaben-Rechnung starten, bei der Abschreibungen auf Kurswertschwankungen keine Rolle spielen. Erstellt eine Stiftung einen Jahresabschluss, etwa weil sie aktiv Spenden einwirbt, und hält sie Wertpapiere im Anlagevermögen, kommt das so genannte gemilderte Niederstwertprinzip zur Anwendung. Abschreibungen sind danach nur bei einer voraussichtlich dauernden Wertminderung vorzunehmen. Als Indizien zur Prüfung haben sich in der Praxis herausgebildet: die Höhe der Differenz zwischen historischen Anschaffungskosten oder Buchwert und Zeitwert am Bilanzstichtag, die bisherige Dauer einer bereits eingetretenen Wertminderung, ein

Stiftung&amp;Sponsoring 3|2009

© Copyright Erich Schmidt Verlag GmbH &amp; Co. KG, Berlin 2020 - (mysv.info) - 22.01.2020 - 09:28 - (ds)

stark abweichender Kursverlauf des betreffenden Wertpapiers von der allgemeinen Kursentwicklung, Substanzverluste oder finanzielle Schwierigkeiten des Emittenten.

Der Bundesfinanzhof (BFH) hat entschieden, dass der gesunde Börsenkurs zum Bilanzstichtag maßgebend sei, vorbehaltlich konkreter Anhaltspunkte für eine alsbaldige Wertaufholung zum Zeitpunkt der Bilanzerstellung. Offen gelassen hat er jedoch, ob Wertveränderungen innerhalb gewisser Bandbreiten aus Gründen der Verwaltungsökonomie und der Bilanzstetigkeit als vorübergehend behandelt werden können. Das Bundesfinanzministerium (BMF) hat dies nun konkretisiert: Teilwertabschreibungen sollen nur dann zulässig sein, wenn der Börsenkurs von Aktien zum aktuellen Bilanzstichtag um mehr als 40 % unter die Anschaffungskosten gesunken oder im Vergleich zum vorhergehenden Bilanzstichtag um jeweils mehr als 25 % unter die Anschaffungskosten gesunken ist. Damit wird der Spielraum, ab wann Abschreibungen vorgenommen werden müssen, deutlich zugunsten der Bilanzierenden ausgeweitet. Abschreibungen in Folge von Kurswertschwankungen können nach alledem weitgehend vermieden werden. Auch wenn das Gebot der Bilanzstetigkeit zunächst gegen eine Änderung spricht, besteht mit diesem BMF-Schreiben die Chance auf einen Strategiewechsel, den Stiftungen nutzen sollten.

### INVESTIEREN SIE NUR IN ANLAGEN, DIE SIE VERSTEHEN

Es gibt keine Extrarendite ohne Extrarisiko. Aber nur wer das Risiko einer Anlageform versteht, kann fundiert entscheiden und seine Anlagepolitik anderen gegenüber verteidigen. Jeder Vorstand sollte sich im Vorfeld einer Investition über die bilanziellen und finanziellen Auswirkungen jedes einzelnen Wertpapiers ein genaues Bild machen. Was ist der größte anzunehmende Schaden (Worst case) jeder Einzelinvestition? Können Verluste eines Wertpapiers ggf. durch Gewinne eines anderen oder durch die Auflösung freier Rücklagen kompensiert werden?

Strukturierte Produkte sind Kombinationen aus einer oder mehreren Anlageformen (z.B. einer Anleihe oder einer Aktie) und einem oder mehreren Derivaten. Grob gesprochen sind Derivate Wetten zwischen zwei Parteien auf ein zukünftiges Ereignis (z.B. die Steilheit der Zinsstrukturkurve, den Kurs einer Aktie). Durch diese Kombination entsteht ein eigenes Produkt, das ein eigenständiges Kursverhalten und Risikoprofil aufweist. Strukturierte Produkte können eine feste oder eine unbeschränkte Laufzeit haben. Wertpapiere mit einer im Voraus genau festgelegten Fälligkeit oder so genannten Knock-out-Mechanismen sollten gemieden werden, da es sich um Wetten handelt, die exakt am Fälligkeitstag bzw. über die gesamte Laufzeit aufgehen müssen. Verliert der Investor die Wette gegen den Emittenten, führt dies in den meisten Fällen zur Realisierung von Verlusten und damit zu einer Vernichtung von Grundstockvermögen. Bei einem Produkt ohne feste Laufzeit kann der Anleger selbst entscheiden, ob und wann er durch einen Verkauf des Wertpapiers die Wette beenden möchte. Zumindest kann er es bei einem ungünstigen Verlauf weiter in seinem Bestand halten.

### WAS ZEICHNET EINEN GUTEN VERMÖGENSVERWALTER AUS?

Sie sollten Ihr Portfolio einem jährlichen Check unterziehen: Kann mit den laufenden Erträgen aus den festverzinslichen Wertpapieren der Stiftungszweck erfüllt werden? Welche Schwankungsbreite und damit welches Risiko beinhaltet das Aktienportfolio? Welche Risiken beinhalten die so genannten strukturierten Produkte im Stiftungsvermögen? Wenn Sie auf nur eine dieser Fragen keine ausreichende Antwort kennen, sollten Sie Ihr Portfolio auf Herz und Nieren prüfen lassen. Basis für jede Anlageentscheidung oder für die Vergabe eines Vermögensverwaltungsmandates sollte ein ausführliches Beratungsgespräch mit dem Vermögensberater bzw. dem Vermögensverwalter sein. Die Entscheidungen dieses Gesprächs, die vereinbarten Anlagerichtlinien sowie die Funktionsweise strukturierter Finanzinstrumente inklusive deren Chancen und Risiken (Worst-case-Szenarien) sollten in einem Gesprächs- oder Ergebnisprotokoll festgehalten werden.

Ein nachhaltiger Vermögensverwalter mit besonderer stiftungsspezifischer Expertise sollte:

1. gemeinsam mit Ihnen das individuelle Risikoprofil ihrer Stiftung erarbeiten und das Diskussionsergebnis schriftlich festhalten,
2. Sie über die Funktionsweise und die Risiken jedes einzelnen Wertpapiers oder Investments sowie des Gesamtportfolios unaufgefordert ausführlich aufklären,
3. die Art der Rechnungslegung und die bilanziellen Rahmenbedingungen ihrer Stiftung erfragen sowie die Möglichkeit eines (Teil-)Ausfalls von Wertpapieren auf Ihre Bilanz berücksichtigen und die Auswirkungen eines Ausfalls auf die Ertragslage ihrer Stiftung darstellen können.

### KURZ & KNAPP

Die Performance ist zum überwiegenden Teil (> 85 %) Ergebnis der strategischen und taktischen Asset Allocation. Stiftungsvermögen können damit in Krisen nur bestehen, wenn sie eine geeignete Vermögensstruktur aufweisen. Stiftungsvorstände sollten deshalb vor einer Vermögensanlage ausreichend Zeit investieren, um das für Sie richtige Rendite-Risiko-Profil zu identifizieren und der Anlage danach Zeit geben, die gewünschte Wirkung langfristig zu entfalten. Zeit und Geduld sind auch im aktuell schwierigen Marktumfeld die wichtigsten Verbündeten in der Vermögensanlage. ■

#### ZUM THEMA

**BFH**, Urt. v. 26.9.2007, BStBl II 2009, S 294

**BMF**, Schr. v. 26.3.2009, BStBl. I 2009, S. 514

in *Stiftung&Sponsoring*

**Fritz**, Stefan / **Mecking**, Christoph: Finanzkrise – Stiftungs-  
krisen? Strategien zur Vermögenserhaltung und -sanierung, S&S 6/2008,  
S. 34-37

Dr. Katja Bär ist Senior Client Advisor bei der UBS Detuschland AG und verantwortet den Fachbereich Stiftungen bei UBS Sauerborn, katja.baer@ubs.com, www.ubs.com





# Eine neue Zeit beginnt. Ausgezeichnet. Wir sind bereit.

Die Kapitalmärkte der jüngsten Vergangenheit haben Stiftungen vor große Herausforderungen gestellt. Vor diesem Hintergrund hat Fuchsreport „Stiftungsvermögen – die besten Manager 2009“ alle namhaften Banken getestet. Das Ergebnis lautet „uneingeschränkt empfehlenswert“ für das Private Wealth Management der Deutschen Bank. Wir bieten Antworten auf die aktuellen Fragestellungen von Stiftungen und Stiftern. Denn Ihre Werte bestimmen unser Handeln.

[stiftungen.pwm@db.com](mailto:stiftungen.pwm@db.com)



Leistung aus Leidenschaft.

Deutsche Bank

