

No Pain, No Gain – Risikofreie Anlage ist das wahre Risiko

Nur Stiftungen, die in Sachanlagen investieren, werden ihren Stiftungszweck dauerhaft bedienen können und überleben, meint Trutz Rendtorff. Der Vorstand Vermögen der Karg-Stiftung plädiert daher für ein Umdenken bei der Vermögensanlage

Von **Trutz Rendtorff**



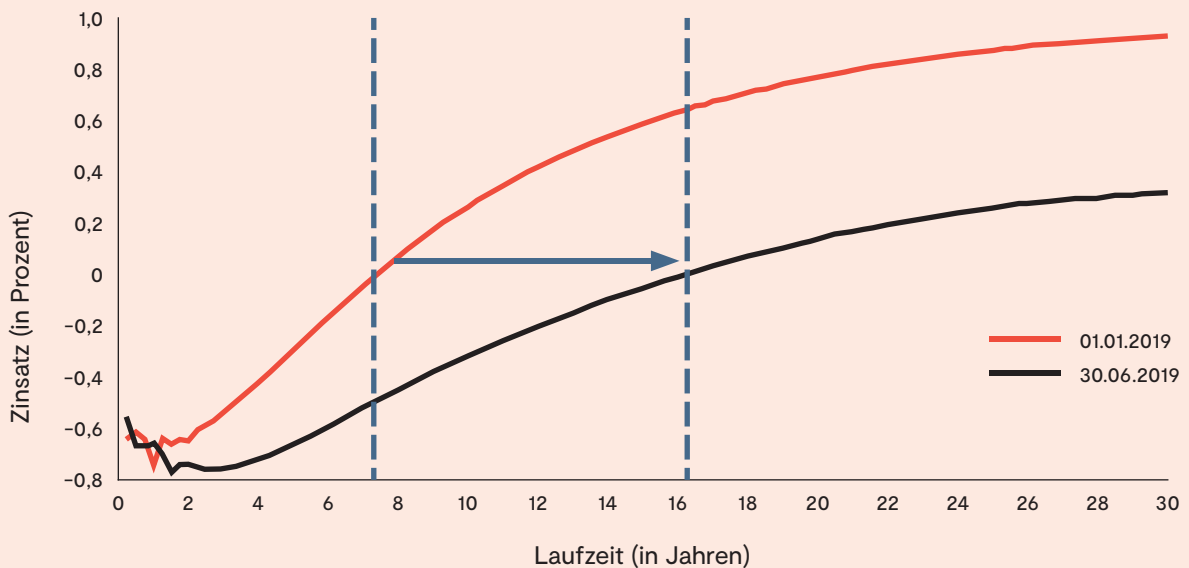
→ Von allen Panel-Diskussionen rund ums Vermögensmanagement schallt es unisono: Wir werden keine risikofreien Erträge mehr erzielen, die für Stiftungen auskömmlich sind. Die Entwicklung hin zu dauerhaft faktischen Null-Zinsen oder gar negativen Zinsen ist dramatisch und beschleunigt sich zunehmend. Im ersten Halbjahr 2019 hat sich die Zinsstrukturkurve einmal mehr stark verflacht. Das Tempo des Zinsverfalls ist atemberaubend. Investoren erhalten mittlerweile am Anlei-

hemarkt selbst für extrem langfristige Anlagen allenfalls minimal positive Zinsen, teilweise sogar negative Zinsen. Der seit längerem ohnehin schmale Aufschlag gegenüber Kurzläufern ist noch einmal geschrumpft. Für Stiftungen wird es damit immer schwieriger, wenn nicht unmöglich, mit ihren konservativ ausgerichteten Vermögensanlagen überhaupt positive Erträge zu erwirtschaften, insbesondere nach Inflation. Und es ist nicht abzusehen, wann und ob sich diese Entwicklung wieder einmal umkehrt.

Damit stellen sich für uns Stiftungen grundsätzliche Fragen: Müssen wir die Vermögensanlage angesichts die-

ser aktuellen Gegebenheiten neu denken? Sind wir also zum Umdenken gezwungen und sollten aufhören, in vermeintlich schwankungs- und risikoarme Assets anzulegen? Für mich ist die Antwort eindeutig: Stiftungen können dem Niedrigzinsumfeld nur mit einer entschlossenen Ausrichtung ihres Vermögens auf Sachwerte begegnen. Nur so können sie ihren Zweck erfüllen und einer möglichen Umwandlung in eine Verbrauchsstiftung entgehen.

Entwicklung der Zinsen erstes Halbjahr 2019



Quelle: DPG Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft für Wertpapierportfolios mbH 2019.

Ungeeignet: Vermögensanlagen ohne hinreichenden Ertrag

Das Vermögen einer Stiftung dient dem Zweck, der in ihrer Satzung festgelegt ist. Der Erhalt des Vermögens an sich ist nicht der Zweck einer Stiftung. Das Vermögen ist folglich so anzulegen, dass die Stiftung ihren Zweck erfüllen kann – und das nicht nur heute, sondern auch in Zukunft. Taugt die Anlage dazu nicht, weil sie keine ausreichenden Erträge erwirtschaftet, ist sie ungeeignet. Vor diesem Hintergrund ist die klassische Vermögensanlage von Stiftungen mit Festzins-Papieren genau das: ungeeignet.

Mit einer schwankungsarmen, defensiven Anlage des Stiftungsvermögens ist, Stand heute, ein langfristiges Überleben und Erfüllen des Zwecks unwahrscheinlich geworden. Zudem beinhalten traditionell als risikoarm geltende Anlageformen wie Staatsanleihen, Pfandbriefe und Renten mittel- und langfristig kein geringeres Risiko als die Anlage in Sachwerte wie Immobilien und Unternehmensbeteiligungen. Im Gegenteil: In Anleihen angelegte Vermögen verschwinden auf lange Sicht, sei es durch Inflation, Ausfall der Schuldner, Währungsreformen oder Kriege. Das kann jeder Wirtschaftshistoriker bestätigen. Langfristig überleben nur solche Vermögen, die in Immobilien, Land, Wald und Unternehmensbeteiligungen angelegt sind – denn der Wert solcher Investitionen steigt langfristig real, also unabhängig vom Wert des Geldes.

Sachinvestments haben aber einen Nachteil: Ihr Wert steigt nicht kontinuierlich, der Aufwärtstrend verläuft vielmehr unter Schwankungen, die in der Regel stärker ausfallen als bei Festzins-Papieren. Allerdings ist dieser Umstand vorübergehend und deshalb vor allem für kurzfristig orientierte Anleger von Bedeutung.

Stiftungen hingegen haben den längsten Investmenthorizont aller Anleger und sind damit eigentlich prädestiniert für Anlagen in Sachwerte wie Grundbesitz und Unternehmensbeteiligungen. Sie sollten sich daher gerade nicht von kurzfristigen Veränderungen in der Bewertung ihrer Assets leiten lassen. Für Stiftungen sollten Schwankungen in der Vermögensbewertung im Jahresrhythmus oder auch Fünfjahresrhythmus völlig uninteressant sein. Im Regelfall schlagen diese Schwankungen dank Handelsgesetzbuch (HGB) nicht einmal auf das buchhalterische Vermögen durch und haben auch keinen Einfluss auf die laufenden ordentlichen Erträge. Das Vermeiden von Schwankungen im Vermögen ist weder Auftrag der Stiftung noch zwingendes Anlageerfordernis.

Stiftungsvermögen jetzt umbauen

Es sieht ganz danach aus, dass die großen Zentralbanken ihre Null- oder gar Negativzinspolitik fortführen werden. Die Inflation als notwendige Bedingung für steigende Zinsen kommt nicht in Gang, und es sind keine Gründe ersichtlich, warum sich dies ändern sollte. Die Zeit für ein Umsteuern in der Anlagestrategie wird knapp, so scheint es jedenfalls auf den ersten Blick: Sachanlagen scheinen bereits sehr hoch bewertet, wichtige Aktienindizes, vor allem in den USA, haben Höchststände erreicht oder bewegen sich seitwärts, die Unternehmensgewinne sind bereits stark gestiegen und das Angebot insbesondere bei Immobilien ist klein. Ist der Run in die Sachwerte damit gelaufen und der Zeitpunkt zum Investieren vorbei? Ich denke nicht. Es gibt gute Gründe, warum sich Sachwerte und Aktien auch perspektivisch positiv entwickeln werden: Die Weltbevölkerung wird weiter wachsen und mit ihr der Konsum. Der Welthandel wird zunehmen, Länder werden Handelsbeschränkungen

trotz der derzeit schwierigen weltpolitischen Lage langfristig abbauen, die Preise für Güter und Dienstleistungen werden sinken. Das Inflations- und das Zinsniveau werden auf niedrigem Niveau verbleiben.

Und selbst wenn die Zinsen steigen und die Aktienbewertungen einbrechen sollten, hätten Sie als Sachwertinvestor immer noch Ihre „ordentlichen“ Erträge in Form von einbehaltenen Gewinnen, Dividenden, Aktienrückkäufen und Mieten. Diese werden zumindest absolut nicht sinken und sind in der Regel höher als die Zinserträge, die mit Anleihen erzielt werden können. Die Erträge aus Sachanlagen werden bei einer steigenden Inflation auch nachziehen; sie haben mit Sachanlagen einen natürlichen Inflationsschutz, den Anleihen nicht bieten. Sie verschenken also nichts, Sie müssen nur ein wenig Geduld und Stehvermögen mitbringen. Was spräche dann noch für risikoarme Renten und Anleihen als Anlage für Stiftungen? Mir fällt nichts ein.

Beschränkungen bei der Vermögensanlage

Jetzt denken Sie vielleicht, vielen Dank für diese Binsenweisheiten, aber darf ich die Allokation des mir anvertrauten Vermögens überhaupt schwerpunktmäßig auf Sachwerte umstellen? Wie sage ich es meinem Stiftungsrat, meinem Vorstand, meinem Aufsichtsgremium? Wie reagiert die Stiftungsaufsicht bei etwaigen Verlusten oder Schwankungen? Werde ich bei einem Misserfolg nicht haftbar gemacht, gar schadenersatzpflichtig? Um diese Fragen beantworten zu können, müssen Sie sich darüber klarwerden, wieviel Schwankung Sie im Portfolio und auf der Ertragsseite aushalten können – und zwar zivilrechtlich, aufsichtsrechtlich, wirtschaftlich und auch persönlich auf Organebene.

Glossar

Asset Allokation

Die Vermögensallokation, auch Anlageallokation, Anlageaufteilung oder Vermögensstrukturierung (engl.: asset allocation), ist die Aufteilung (Diversifikation) eines Vermögens (Assets) auf verschiedene Anlageklassen wie Anleihen, Aktien, Immobilien, Währungen und Edelmetalle. Sie dient üblicherweise der Renditeoptimierung und Risikosteuerung.

Asset-Liability-Simulation

Unter Asset-Liability-Management (ALM) versteht man die integrierte Analyse und optimierte strategische Steuerung eines Unternehmens oder Vermögens nach unterschiedlichen Stressszenarien. Hierbei werden die bestehenden Vermögenspositionen (Assets) und die Verpflichtungen (Liabilities) sowie ihre gegenseitigen Interdependenzen und mögliche gesamtwirtschaftliche Entwicklungen (Kurschwankungen, Ausfallrisiken, Zinsentwicklung) in einer Simulation überprüft.

Einzelwertberichtigung

Als Einzelwertberichtigung bezeichnet man im Rechnungswesen eine Wertberichtigung, die den Buchwert einer bestimmten Forderung an ihren tatsächlichen Wert anpasst.

Fondshülle

Eine Fondshülle (Masterfonds) bündelt diverse Anlageklassen in einer einzigen Fondsstruktur mit unterschiedlichen Segmenten, wobei für die einzelnen Segmente jeweils ein eigener Manager mandatiert werden kann. Dieses Konzept ermöglicht auf Ebene des Fonds ein einheitliches Reporting über alle Anlagen eines Investors und schafft so die Basis für die Steuerung des gesamten Vermögens.

Prinzipal-Agenten-Konflikt

Dieser aus der Wirtschafts- und Sozialwissenschaft bekannte Konflikt charakterisiert die Beziehung zwischen einem Auftraggeber (Prinzipal) und einem Auftragnehmer (Agent), deren Möglichkeiten zu konsensuellem Handeln durch Asymmetrien wie Informationsdysbalancen oder unterschiedliche Interessen stark eingeschränkt sind.

Schwankungs- und risikoarme Assets

Traditionell werden Anlageklassen wie Festgelder, Pfandbriefe sowie Anleihen von Ländern mit einem stabilen wirtschaftlichen Ausblick oder von Unternehmen mit guter Bonität und positiver Bewertung durch Ratingagenturen als risikoarm bezeichnet. Auch Immobilieninvestments können in diese Kategorie fallen.

1. Zivilrechtliche Vorgaben

Zivilrechtlich müssen Sie qua Gesetz wie ein ordentlicher Kaufmann anlegen, nicht weniger, aber auch nicht mehr. Es gibt keine gesetzliche Regelung, aus der man ableiten kann, dass Stiftungen ihr Vermögen in bestimmte Assetklassen wie Staatsanleihen oder Gold anlegen müssen oder zum Beispiel nicht mehr als 50 Prozent ihres Vermögens in Aktien halten dürfen. Sofern Sie sorgfältig und ausreichend diversifiziert im Rahmen Ihres Mandates anlegen, sind Sie auf der sicheren Seite. Sollten sich aus der Satzung Ihrer Stiftung Beschränkungen ergeben, machen Sie als Verantwortlicher das, was Sie bei einem weitreichenden Umbau der Anlage ohnehin tun würden: Sie stimmen sich mit Ihrem Aufsichtsgremium ab und binden es ein. Falls dafür die Satzung oder eine eventuell vorhandene Anlagerichtlinie für die Neuallokation geändert werden muss, geht dies meist viel problemloser, als man landläufig denkt. Meiner Erfahrung nach hat die Stiftungsaufsicht in der Regel großes Verständnis für solche Vorhaben.

Zwischenfazit:

Die typischen Schwankungen eines Sachwertedepots sind rechtlich nicht zu beanstanden. Selbst eine vollständige Anlage in Aktien oder Immobilien wäre – sofern satzungskonform – bei ausreichender Diversifikation wohl unbedenklich.

2. Aufsichtsrechtliche Vorgaben

Aufsichtsrechtlich ist im Sinne der Stiftungsaufsicht die Volatilität des Portfolios so lange unbedenklich, bis Verluste beim real zu erhaltenden Stiftungsvermögen nach HGB entstehen. Der „Abbau“ von Bewertungsreserven oder Buchgewinnen ist per se unbedenklich. Das aufsichtsrechtlich real zu erhaltende Stiftungsvermögen ist nach der vorherrschenden Meinung das mit der Inflation fortzuschreibende Grundstockvermögen. Dieses wurde häufig zu historischen Anschaffungswerten in die Stiftung eingebracht, sodass also von Beginn an Bewertungsreserven bestehen.

Eine Vielzahl von Stiftungen verfügt deshalb über einen ansehnlichen Puffer. Damit könnten Stiftungen sogar erhebliche zwischenzeitige Verluste aushalten, wie sie beispielsweise bei einer Wiederholung der vergangenen großen Finanzkrise zu erwarten wären, ohne aufsichtsrechtliche Beanstandung oder Monita des Wirtschaftsprüfers befürchten zu müssen.

Zur Vermeidung von Wertberichtigungen einzelner Aktien böte sich ein Investment in Fondshüllen an: Dann sinken die nach HGB zu bilanzierenden Schwankungen im Vermögen deutlich und gehen bei entsprechenden Bewertungsreserven der eingebrachten Assets sogar auf Null.

Zwischenfazit: Identifizieren Sie den Puffer zwischen real zu erhaltendem Stiftungsvermögen und dem Vermögen nach Marktwerten. In einer Vielzahl von Fällen ist hier mehr Raum für Schwankungen als Sie denken.

3. Wirtschaftliche Anforderungen

Wirtschaftlich muss die Vermögensanlage geeignet sein, die geplanten Aufwendungen für den Stiftungszweck sicherzustellen. Daraus ergeben sich insbesondere folgende Fragen: Wieviel Geld benötigt Ihre Stiftung zu welchem Zeitpunkt? Inwiefern haben Sie Reserven gebildet, mit denen Sie kurzfristige Dellen im Ertrag abfedern könnten? Gibt es Ausgaben, die Sie ohne Weiteres schieben könnten? Jenseits von Kursschwankungen lassen sich die ordentlichen Erträge aus Sachanlagen mittel- und kurzfristig sehr gut planen und sind

obendrein in der Regel höher als die Coupons heutiger Renteninvestments. Um ordentliche und außerordentliche Erträge einschätzen zu können, modellieren Sie die Wertentwicklung Ihrer Vermögensanlage, der Erträge und der Mittelverwendung im Rahmen einer sogenannten Asset-Liability-Simulation. Geeignete unabhängige externe Berater oder Ihr Steuerberater helfen Ihnen gerne bei solchen Kalkulationen.

Zudem können Sie den Spieß umdrehen und die niedrigen Zinsen für sich nutzen, wenn Sie den Kauf von Immobilien teilweise mit Fremdkapital finanzieren. Die fälligen Zinszahlungen sind niedriger als die zu erwartenden Mieteinkünfte; damit steigern Sie die Gesamterträge Ihrer Immobilieninvestments und bauen über die von den Mieterträgen getragene Tilgung zusätzliches Eigenkapital als Puffer zum real zu erhaltenden Stiftungsvermögen auf. Das macht jede Privatperson und auch jeder institutionelle Immobilienfonds so. Sie bekommen das Fremdkapital aufgrund Ihres auf Ewigkeit angelegten Anlagehorizonts und Ihrer in der Regel sehr guten Bonität sogar viel günstiger als andere Investoren. Und verboten ist diese Form des Hebelns für Ihre Stiftung auch nicht, allenfalls per Satzung, die Sie wie oben beschrieben ändern können.

Übrigens: Niemand stört sich daran, wenn Sie den Stiftungsbetrieb zumindest anteilig auch aus der Umschichtungsrücklage finanzieren, sprich: aus den Gewinnen, die Sie beim Verkauf von Aktien oder anderen Sachanlagen realisiert haben. In Abhängigkeit von Ihren sonstigen stillen Reserven sollten Sie zwar einen Teil dieser Rücklage als Puffer gegen sinkende Kurse zurücklegen, aber eben nur einen Teil. Sie brauchen sich also nicht auf dividendenstarke Titel zu fokussieren; auch Erträge thesaurierende Unternehmen oder Immobilien, die eher mit Wertsteigerungspotenzial (Ackerflächen, Wald, Baugrundstücke)

als mit hohen Mietrenditen glänzen, sind hoch interessant. Außerordentliche Erträge haben gegenüber ordentlichen Erträgen zudem den Charme, dass kein unmittelbares Verwendungsgebot herrscht. Die Umschichtungsrücklage wird bei einer Anlage des Vermögens in Sachwerte mittelfristig aus realisierten Kursgewinnen im Aktienbereich und Veräußerungsgewinnen bei Immobilien anwachsen und Ihnen damit Spielraum bei Ihren Ausgaben verschaffen. Auch mit einem im Wert schwankenden Sachwertportfolio kann also zuverlässig der Stiftungszweck bedient werden.

Zwischenfazit: Planen Sie Ihre Ausgaben, passen Sie Ihre Asset Allokation an Ihre Erfordernisse an. Auch ordentliche Erträge von Sachwerten können geplant werden und verhelten bei gestiegener Ertragskraft zu einem Puffer für „magere“ Jahre.

4. Die persönliche Risikotragfähigkeit

Die persönliche Risikotragfähigkeit innerhalb der Organe einer Stiftung ist der schwierigste Aspekt bei der Neuallokation des Vermögens. Dies liegt vor allem an einer zeitlichen Diskrepanz: Die begrenzte Laufzeit der Dienstverträge und Amtszeiten der Organe und Gremien sowie die Lebenszeit der handelnden Personen weichen stark vom Anlagehorizont einer Stiftung ab. Dieser sogenannte Prinzipal-Agenten-Konflikt kann dadurch verstärkt werden, dass Gremien oder Organe nicht ergebnisabhängig vergütet werden. Es gibt dann keinen direkten Anreiz für eine volatilere, aber ertragsstärkere Vermögensanlage.

Manche Verantwortliche bevorzugen möglicherweise auch deshalb moderate und schwankungsärmere Erträge, um nicht in die Nähe von verantwortungslosen „Zockern“ gerückt zu werden. Hier helfen nur Information und Aufklärung und das Schaf-

fen eines gemeinsamen Verständnisses zwischen Aufsichtsgremium und Vorstand oder Geschäftsführung.

In jedem Fall sollten sich die Beteiligten einer Stiftung über die Entscheidung zur langfristigen Investition in Sachanlagen einig sein. Denn Kursrückschläge und Finanzkrisen werden früher oder später kommen. Dann brauchen die Verantwortlichen einer Stiftung Durchhaltevermögen und einen kühlen Kopf, und keine aufflammende Diskussion über die Anlagestrategie. So können sie Krisen an den Finanzmärkten als das erkennen und nutzen, was sie in der Rückschau meist sind: Einstiegschancen, und damit für den langfristigen Investor nahezu willkommene Ereignisse.

Zwischenfazit: Verständigen Sie sich mit Ihrem Aufsichtsgremium auf eine langfristige Ausrichtung der Vermögensanlage auf Sachanlagen, die auch in turbulenten Zeiten an den Finanzmärkten nicht zur Disposition steht.

Fazit

Begreifen Sie die Notwendigkeit der Neuausrichtung des Stiftungsvermögens als Chance. Nutzen Sie die Gelegenheit, das Vermögen Ihrer Stiftung in gemeinsamer Verantwortung mit Ihren Gremien neu aufzustellen. Sie werden mittelfristig erheblich mehr Mittel für die Gemeinnützigkeit zur Verfügung haben, als es mit einem „Papierportfolio“ je möglich gewesen wäre. Es bleibt Ihnen auftrags- und pflichtgemäß eigentlich auch nichts anderes übrig. ←

Über den Autor Als Vorstand Vermögen ist **Trutz Rendtorff** seit Mai 2018 für die Verwaltung und Anlage des Stiftungsvermögens sowie die kaufmännische Verwaltung der Karg-Stiftung zuständig. Zuvor war der Rechtsanwalt, MBA und Diplom-Kaufmann für mehrere Banken, eine internationale Unternehmensberatung sowie eine Großkanzlei tätig.