GRUNDLAGEN DER STIFTUNGSPRAXIS

VERMÖGENSMANAGEMENT IN PHASEN NIEDRIGER ZINSEN UND HOHER KAPITALMARKT-SCHWANKUNGEN

Krisen- und Niedrigzinsphasen stellen hohe Anforderungen an die Verwaltung bzw. das Management von Stiftungsvermögen. Derzeit ist oft zu hören, dass früher Alles besser war. Dies ist in Bezug auf Staatsanleihen und Kapitalmarktschwankungen (Volatilitäten) sicherlich richtig. Anhand von Beispielen lässt sich das aus Stiftungssicht derzeit problematische Kapitalmarktumfeld skizzieren.

AUSWIRKUNGEN AUF STIFTUNGSVERMÖGEN UND -ERTRÄGE

Die seit mehreren Jahren andauernde Staatsschuldenkrise mündete in ein **Niedrigzinsumfeld**, das Stiftungen wahrscheinlich auch die nächsten Jahre begleiten wird. Sowohl die Politik als auch die (unabhängigen?) Notenbanken tolerieren die derzeit **negative Realverzinsung** im Rentenbereich der Zinsertrag liegt unterhalb der Inflation. **Staatsanleihen**, die oft den größten Teil eines Stiftungsvermögens in Deutschland abbilden, erwirtschafteten in der Vergangenheit für die Fördertätigkeit auskömmliche Erträge. Im derzeitigen Kapitalmarktumfeld hat sich die Staatsanleihe von einer „risikolosen" Anlage allerdings zu einem **„zinslosen Risiko"** entwickelt. Ein weiterer Belastungsfaktor sind die krisenbedingt **hohen Volatilitäten** am Kapitalmarkt; viele Stiftungen verfehlen temporär das **Gebot der Kapitalerhaltung**, nach dem der Kapitalstock ungeschmälert zu erhalten ist. Vielfach wird die Frage gestellt, ob Stiftungsgremien für die Verletzung des Kapitalerhaltungsgebotes und/oder die negativen Ergebnisse der Vermögensanlage haften. Ein Haftungstatbestand ist dann auszuschließen, wenn die für die Vermögensanlage verantwortlichen Personen Transparenz in der Vermögensanlage gewährleisten und die Ausrichtung des Stiftungskapitals breit gestreut (diversifiziert) erfolgte. Die Stiftung setzt damit eine Anlagephilosophie und -strategie um, die auch andere Investoren wie sonstige Stiftungen, Pensionskassen etc. für zielführend erachten.

ÜBERPRÜFUNG DER ANLAGESTRATEGIEN GEBOTEN

Aufgrund der anhaltenden finanziellen Repression werden Stiftungen zukünftig wohl höhere Risiken eingehen und/oder neue Wege im Vermögensmanagement beschreiten müssen, um das bisherige Ertragsniveau auch in der Zukunft erzielen zu können [vgl. auch Schindler, S&S 3/2012, S. 14-16]. Die neuen Wege bzw. Lösungsansätze im Vermögensmanagement können aus praxisnahen **Anlagephilosophien und -strategien** einzelner (großer) Stiftungen abgeleitet werden. Vielfach wird die Anlagephilosophie der **US-amerikanischen Universitätsstiftungen** [vlg. S&S 2/2013, S. 28-29] als beispielhaft angesehen. Das US-amerikanische Stiftungsrecht und die Risikobereitschaft in den USA weichen allerdings deutlich von den Gegebenheiten in Deutschland ab; eine Umsetzung der Anlagephilosophie der US-amerikanischen Universitätsstiftungen ist in Deutschland nicht bzw. nur in Ausnahmefällen möglich. Naheliegender ist, sich der Anlagepolitik **großer deutscher Stiftungen** bzw. **Stiftungsverwalter** anzulehnen. Beispielhaft sind hier die Volkswagen-Stiftung oder die Bundesstiftung Umwelt zu nennen. Viele bedeutende Stiftungen verfügen aufgrund ihrer Größenordnung über langjährige hausinterne und fundierte Expertise im Vermögensmanagement und zeigen in der Anlagephilosophie Parallelen: Verlustbegrenzung durch Diversifikation und ggf. Wertsicherungsstrategien.

Diversifikation: Das Stiftungsvermögen wird auf mehrere Anlageklassen (Renten, Aktien, Immobilien und Alternative Anlageformen) und Untersegmente verteilt und überwiegend global ausgerichtet. Die Anlageklasse Renten umfasst nicht nur das Segment Staatsanleihen, sondern beispielsweise auch Pfandbriefe, Unternehmens- oder Hochzinsanleihen. Der globale Ansatz im Rentenbereich beinhaltet auf Euro lautende Anleihen, aber auch Währungsanleihen, z.B. Emerging Markets Anleihen. Im Aktienbereich werden sowohl Werte des Heimatmarktes als auch ausländische Werte erworben. Der Immobilienbereich wird durch Direktinvestitionen und Finanzprodukte abgebildet. Die drei Anlageklassen Renten, Aktien und Immobilien binden den weitaus größten Anteil des Stiftungsvermögens. Alternative Anlageformen wie Hedge Fonds, Private Equity etc. sind nur in kleineren Prozentsätzen vorhanden. Diese „Diversifikation" genannte, breite Streuung über Anlageklassen, -segmente und -regionen führt auf den Nobelpreisträger Harry Markowitz zurück. Bildlich gesprochen sollten nicht alle Eier in einen Korb gelegt werden. Vielmehr sollten Chancen einzelner Anlageformen genutzt werden. Die Verteilung verschiedener Risiken führt indirekt zu einer Verlustbegrenzung auf Gesamtebene.

Eine klassische Mischung aus 70 % Euro-Renten und 30 % Euro-Aktien sollte in der Zukunft eine durchschnittliche Rendite von rund 3,3 % p.a. erzielen. Ein breit diversifiziertes Portfolio über Untersegmente und Regionen dürfte schätzungsweise die Rendite um 0,8 %-Punkte auf rund 4,1 % p.a. steigern. Dieser Renditeanstieg geht allerdings **nicht** mit einer Ausweitung des Risikos einher.

Wertsicherungsstrategien: In Krisenzeiten funktioniert der risikomindernde Ansatz der Diversifikation leider nicht immer und Stiftungen sollten sich zusätzlich auch mit Wertsicherungsstrategien (WS-Strategien) beschäftigen. Analysen zeigen, dass Prognosen (sog. diskretionäre Entscheidung) überwiegend falsch sind. Diesen Sachverhalt greifen WS-Strategien auf, da Anlageentscheidungen prognoseunabhängig (sog. regelgebundene Entscheidung) erfolgen. Welche Art von WS-Strategien für die einzelne Stiftung am sinnvollsten ist, muss individuell ausgelotet werden.

Der Stifterverband nutzt bereits seit vielen Jahren die Vorteile der Diversifikation im Vermögensmanagement von Stiftungsvermögen. Seit rund fünf Jahren wird neben der Diversifikation auch verstärkt mit WS-Strategien operiert. Die Kombination aus beiden Ansätzen, Diversifikation und Wertsicherungsstrategien, hat in den letzten Jahren viele Stiftungen überzeugt. Eine Stiftung kennt im Vorhinein ihr Verlustpotenzial und ist weitestgehend vor negativen Überraschungen geschützt, partizipiert aber auch an positiven Markttendenzen. Diversifikation, ergänzt um Wertsicherungsstrategien, ist aus Sicht des Stifterverbandes eine Lösung für das Problem vieler Stiftungen, dem Ertragsdruck und dem Anstieg der Volatilitäten zu begegnen. ■

Peter Anders und Volker Malcharek, Vermögensmanagement im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft