

VERMÖGENSANLAGE UND VERMÖGENS- MANAGEMENT VON STIFTUNGEN

LOTHAR HÜBL und MATTHIAS DREYER

DISKUSSIONSPAPIER NR. 325

JULI 2005

ISSN: 0949-9962

Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Hannover,
Königsworther Platz 1, 30167 Hannover,
www.wiwi.uni-hannover.de/konj/index.html

ABSTRACT: Investment policy is a central issue in foundations. The capital stock of a foundation and its long-term retention are prerequisites of a foundation's perpetuity and independence. A foundation's goals can only be reached with the funds generated by the foundation's investment management. Ever greater demands have been placed on investment management in recent years. This paper maps out tenets of investment management that apply to all foundations, regardless of specific constraints or characteristics.

KEYWORDS: foundation, investment management

JEL-CLASSIFICATION: L30, L31, G31

Vermögensanlage und Vermögensverwaltung von Stiftungen

1 Zur Bedeutung der Vermögensverwaltung von Stiftungen

2 Zielsetzungen der Vermögensverwaltung

- 2.1 Erhaltung des Kapitals der Stiftung
- 2.2 Erträge zur Erfüllung des Stiftungszwecks

3 Grundregeln der Vermögensverwaltung

- 3.1 Stiftungsvermögen diversifizieren
- 3.2 Anlagestrategie der „ruhigen Hand“
- 3.3 Informieren, Reflektieren und Dokumentieren
- 3.4 Steuerung und Transparenz
- 3.5 Bilanzierung und Wertberichtigung
- 3.6 Auswirkungen der Stiftungsgröße auf die Anlagestrategie

4 Inhouse oder Outsourcing? Zur Organisation der Vermögensverwaltung einer Stiftung

5 Produktdifferenzierung bei den Asset-Klassen

6 Ausblick: Vermögensmanagement ist kein Selbstzweck!

Vermögensanlage und Vermögensverwaltung von Stiftungen

1 Zur Bedeutung der Vermögensverwaltung von Stiftungen

Das Stiftungswesen stand in den vergangenen Jahren im Blickpunkt unterschiedlicher Diskussionen: die Reform des Stiftungsrechts, die Änderung steuerlicher Rahmenbedingungen oder die Stärkung der Bürgergesellschaft. Stiftungen hatten und haben Konjunktur – zumindest was die Zahl der Neugründungen betrifft (Mecking 2005). In der Öffentlichkeit kommuniziert wurden an allererster Stelle – das ist verständlich und richtig – inhaltliche Schwerpunktsetzungen der Stiftungen. Thematisiert wurden auch die größere Flexibilität z.B. gegenüber der Aufgabenwahrnehmung durch die öffentliche Verwaltung. Weniger Aufmerksamkeit wurde der Vermögensanlage und der Vermögensverwaltung von Stiftungen gewidmet (Schäfer 2003, Benke 2004). Solange die Finanz- und Kapitalmärkte prosperieren und auf dem Aktienmarkt eine Hausse herrscht – Finanzanlagen somit relativ problemlos hohe Renditen erwirtschaften können – ist das nachvollziehbar. Spätestens aber das deutlich gesunkene Zinsniveau, ausbleibende Aktiengewinne und fallende Kurse haben dem Thema Vermögensmanagement für die Stiftungstätigkeit Nachdruck verliehen.

Die Vermögensanlage ist für Stiftungen von zentraler Bedeutung. Erstens: Das Stiftungskapital und dessen dauerhafter Erhalt ist notwendige Bedingung für die langfristige Existenz und die Unabhängigkeit von Stiftungen. Es nützt nichts, wenn in der Bilanz das Stiftungskapital noch zu 100 v. H. ausgewiesen wird, die Finanzanlagen aber, in denen das Kapital diversifiziert ist, tatsächlich nur noch zu einem Marktwert von 75 v. H. oder weniger notieren. Und zweitens: Nur das, was das Vermögensmanagement – abgesehen von Spenden oder Zuwendungen – erwirtschaftet, kann auch tatsächlich für den Stiftungszweck eingesetzt werden.

Vermögensanlage und Vermögensverwaltung müssen zu den originären Funktionen von Stiftungen und deren Stiftungsvorständen zählen; sie müssen mit der gleichen Sorgfalt wahrgenommen werden wie die Entscheidungen über die Verwendung der verfügbaren Mittel.

2 Zielsetzungen der Vermögensverwaltung

Um ein effektives und effizientes Ergebnis erzielen und um dieses bewerten zu können, muss zunächst immer ein Ziel definiert werden; das gilt auch für das Management des Stiftungsvermögens. Ein Blick in die stiftungsrechtlichen Grundlagen bietet relativ unpräzise Formulierungen wie Sparsamkeit, Sicherheit oder Wirtschaftlichkeit, die sich als Zielvorgaben für das Stiftungsmanagement nicht eignen. Schindler, Geschäftsführer des Deutschen Stiftungszentrums, definiert die Zielsetzung der Vermögensverwaltung einer Stiftung als „Maximierung des ausschüttbaren Ertrags für Satzungszwecke auf der Basis eines bestimmten Erhaltungskonzeptes bei zulässigem Risiko“ (Schindler 2003, S. 297 f.). Mit dieser Umschreibung werden die wesentlichen Zieldimensionen des Vermögensmanagements zusammengefasst. Letztlich lassen sich diese immer auf die zwei großen „R’s“ zurückführen: Rendite und Risiko und das Wechselverhältnis zwischen diesen Größen.

2.1 Erhaltung des Kapitals der Stiftung

Oberstes Stiftungsgebot ist die Erhaltung des Stiftungskapitals (Carstensen 1994). Daraus leitet sich die primäre Zielvorgabe für das Vermögensmanagement einer Stiftung ab, Anlageentscheidungen so zu treffen, dass die Substanz des Stiftungskapitals zu keiner Zeit gefährdet ist.

Hieraus resultiert ein Konflikt zu dem Ziel, mit dem Stiftungsvermögen eine maximale Rendite zu erzielen. Bekannterweise sind hohe Erträge stets mit größeren Risiken verbunden. Es ist letztlich Aufgabe des Stiftungsvorstandes, das Ziel „Maximierung der Vermögenserträge bei zulässigem Risiko“ zu konkretisieren. In Form von Anlagerichtlinien ist zu bestimmen, was unter „zulässigem Risiko“ zu verstehen ist. Dazu können Regelungen zur Belegung der verschiedenen Asset-Klassen zählen. Ratsam ist ebenfalls, festzulegen, ob bestimmte Mindestratings der Emittenten eingehalten werden müssen. Es können Länderkategorien gebildet werden, die bei Anlageentscheidungen zu berücksichtigen sind. Vorgaben können ebenfalls einschließen, mit welchen Partnern, das heißt Bankinstituten, Investmentgesellschaften oder Beratern zusammengearbeitet werden kann.

2.2 Erträge zur Erfüllung des Stiftungszwecks

Das zweite wesentliche Ziel ist selbstverständlich, möglichst hohe Erträge zur Verwirklichung des Stiftungszwecks zu erzielen. Welche Zielvorgaben lassen sich für das Vermögensmanagement treffen? Und wie wird das Vermögensmanagement mit der Finanzplanung einer Stiftung verknüpft? Zwei grundsätzliche Vorgehensweisen sind denkbar: Bei der ersten Variante wird aus der inhaltlichen Tätigkeit einer Stiftung der Finanzbedarf für einen bestimmten Planungszeitraum abgeleitet, aus dem sich dann die Ertragsvorgaben für die Vermögensverwaltung ergeben. Beim zweiten Ansatz strebt das Vermögensmanagement mit den gegebenen Finanzanlagen – und bei vertretbarem Risiko – einen möglichst hohen Ertrag an, der dann den finanziellen Spielraum für die Erfüllung des Stiftungszweckes bestimmt.

In der Regel übersteigen die inhaltlichen Ansprüche den finanziellen Spielraum. Aufgrund der Entwicklung auf den Aktien- und Kapitalmärkten bilden zumeist die Vermögenserträge den Engpassfaktor. Dies bedeutet nicht, dass das Vermögensmanagement ohne Abstimmung Vorgaben für die Zweckerfüllung einer Stiftung setzen kann und darf. Um Stiftungsarbeit effizient steuern zu können, muss vielmehr das Vermögensmanagement in die Finanzplanung integriert und – auch in strategischer Hinsicht – mit der inhaltlichen Seite der Stiftungstätigkeit verzahnt werden.

Dieses Ineinandergreifen zu gewährleisten ist Aufgabe eines Stiftungsvorstandes. Ihm obliegt es auch, einen Ausgleich zwischen möglichst hohen Vermögenserträgen und vertretbarem Risiko zu schaffen (Dreyer 2005). Nicht zuletzt die Erfahrungen der letzten Jahre mit den erheblichen Wertverlusten im Aktiensegment haben die Bedeutung von risikobewussten und an Sicherheit orientierten Anlage-Strategien offen gelegt und die Kapitalerhaltung wieder stärker in den Vordergrund gerückt.

3 Grundregeln der Vermögensverwaltung

Die Vorgaben für das Vermögensmanagement mögen sich abhängig von den aktuellen Umfeldbedingungen, wie z.B. die der Aktien- und Kapitalmärkte, oder durch Stiftungsspezifika unterscheiden. Dennoch lassen sich allgemeine Grundregeln bzw. Anlagerichtlinien formulieren, die letztlich allen Anlagestrategien von Stiftungen zu Grunde liegen sollten.

3.1 Stiftungsvermögen diversifizieren

Das Vermögensportefeuille muss möglichst breit gestreut werden. So selbstverständlich diese Regel scheint, sie ist doch stets die erste Empfehlung mit Blick auf die Erhaltung des Kapitals von Stiftungen. Das Streuen bezieht sich zuerst auf die Anlageklassen; eine häufig genannte Mischung setzt sich zusammen aus 50 v. H. festverzinslichen Papieren, ca. 25-30 v. H. Aktien und ca. 20-25 v. H. Immobilien (Benke 2004). Zweitens gilt es innerhalb dieser Anlageklassen zu diversifizieren: zwischen einzelnen Papieren, Sektoren und auch bei der Länderbelegung. „Klumpenrisiken“, das heißt die Bindung eines überproportionalen Anteils des Stiftungsvermögens z. B. in einer Branche oder in einer Anlageart, müssen vermieden werden. Und drittens bezieht sich das Diversifizieren auf die Partner des Vermögensmanagements. Wenn möglich, sollte das Vermögen nicht nur bei einer Bank bzw. Investmentgesellschaft angelegt, sondern über mehrere Institute gestreut werden. Dadurch wird das Risiko reduziert, dass bei einer fehlerhaften Beratung das gesamte Vermögen in Mitleidenschaft gezogen wird. Die Verteilung auf unterschiedliche Banken bzw. Investmentgesellschaften schafft zudem Vergleichsmöglichkeiten für die Gremien und führt ein gewisses Wettbewerbselement in das Vermögensmanagement einer Stiftung ein.

Das Diversifizieren der Finanzanlagen kann mit hohem methodischen Aufwand betrieben werden; der Portfolio-Ansatz, das heißt die Optimierung der Struktur des Vermögens unter der Maßgabe erwarteter Erträge unter Berücksichtigung spezifischer Risiken einzelner Anlageformen, geht auf die Ökonomen Hicks und Markowitz zurück (Mertens 2004, Lehmann 2003). Aber auch (kleinere) Stiftungen können ohne die Berechnung von Korrelationskoeffizienten oder Performanceattributionen für ihre Anlagestrategie die Regel der Vermögensdiversifizierung nutzen.

Die Regel „des Streuens“ mag selbstverständlich klingen. Dennoch wird sie häufig vernachlässigt mit zum Teil drastischen Folgen für die betroffenen Stiftungen. Dies haben in der Phase des Wertverfalls auf den Aktienmärkten einige Einrichtungen schmerzhaft erfahren.

3.2 Anlagestrategie der „ruhigen Hand“

Stiftungen sollten ihre Anlageentscheidungen – basierend auf einer langfristig ausgerichteten Strategie – stets mit „ruhiger Hand“ vornehmen (Benke 2004). Das hastige Hinterherlaufen nach Marktschwankungen und das kurzfristige Wechseln der Vermögensstruktur zahlt sich nur selten aus. Mit häufigen Umschichtungen sind zudem Kosten verbunden, die das Gesamtergebnis verringern.

„Ruhige Hand“ darf aber nicht mit Passivität des Vermögensmanagements verwechselt werden. Auch die Anlagepolitik der „ruhigen Hand“ beobachtet permanent Marktentwicklungen und wertet diese hinsichtlich ihrer Konsequenzen für eine Stiftung. Werden Risiken oder Chancen erkennbar (Buth 2005, Kaen 2000), sind auch bei einer „ruhigen Hand“ zügige Entscheidungen erforderlich. Diese richten sich aber an einer langfristigen Anlagestrategie aus. Die Erhaltung und Steigerung der Substanz des Stiftungsvermögens werden mit einem strategischen Anlagehorizont betrachtet und stehen nicht unter der Maßgabe der kurzfristigen Ertragsmaximierung.

3.3 Informieren, Reflektieren und Dokumentieren

Entscheidungen des Vermögensmanagements – ob in langfristiger Hinsicht zur Anlagestrategie oder kurzfristig bei Verkäufen, Käufen oder Tauschaktionen von Wertpapieren – bedürfen immer einer ausreichenden Informationsgrundlage. Dazu zählen Angaben zum aktuellen Stand und der Struktur der Stiftungsdepots genauso wie Informationen zu den zur Disposition stehenden Wertpapieren und Anlagealternativen. Indikatoren zum allgemeinen Anlageumfeld wie Konjunkturdaten, Zinserwartungen, Einschätzungen bestimmter Branchen und Sektoren, die für die konkrete Entscheidung Relevanz haben, sind ebenfalls vorzubereiten.

Die Informationen werden reflektiert; ggf. werden die Meinung und die Einschätzung von mehreren voneinander unabhängigen Beratern hinzugezogen. Auf der Grundlage dieser Wertung werden dann die Entscheidungen getroffen: z. B. mit einer Neuausrichtung der Vermögensstruktur oder mit dem Investment in bestimmte Publikumsfonds oder Anleiheprodukte.

Wichtig ist folgender Aspekt: Die wesentlichen Faktoren, die zu einer Entscheidung geführt haben, und die Entscheidung selbst sollten – mit einem kleinen Protokoll oder Vermerk – dokumentiert werden. Dies dient als verbindliche Vorgabe für die Umsetzung der Anlagestrategie. Damit ist im Nachhinein aber auch immer nachzuvollziehen, warum welche Entscheidung zu einem Stichtag getroffen wurde. Mit Blick auf die Rechtfertigung gegenüber den Stiftungsgremien oder gegenüber externen Aufsichtsbehörden bis hin zu Fragen der (späteren) Haftung wird dieser Punkt zu oft vernachlässigt (Peiniger 2003).

3.4 Steuerung und Transparenz

Innerhalb der Stiftung – gegenüber den Gremien – ist eine möglichst hohe Transparenz über die Entwicklung des Stiftungsvermögens zu gewährleisten; ein regelmäßiges Berichtswesen mit steuerungsrelevanten Indikatoren ist unabdingbar (Dreyer 2002). Aufgezeigt werden müssen vor allem

- der Buchwert und der aktuelle Inventarwert,
- die Belegung der verschiedenen Asset-Klassen,
- die Erträge unterteilt nach ordentlichen Erträgen und realisierten Gewinnen aus Vermögensumschichtungen,
- die realisierten Verluste aus Vermögensumschichtungen,
- die Performance im Vergleich zu Benchmarks sowie zu Ergebnissen vorheriger Jahre.

Diese Informationen dienen den Stiftungsgremien zur Steuerung des Vermögensmanagements und zum Erkennen von Handlungsbedarf. Im Idealfall geben die Stiftungsgremien die langfristigen Anlagerichtlinien vor. Deren operative Umsetzung erfolgt durch die interne bzw. externe Vermögensverwaltung.

Wie eingangs erläutert, muss das Vermögensmanagement originäre Aufgabe der Stiftungsgremien sein. Die Vermögensanlage muss deshalb in regelmäßigen Zeitabständen bzw. ad hoc bei aktuellen Entwicklungen von den Gremien behandelt werden. Die Zahl entsprechender Anlagesitzungen hängt dabei von der Komplexität der gewählten Anlagestrategie und dem Umfang der Anlage ab. Das viele Stiftungen nur einmal im Jahr ihre Kapitalanlagen kontrollieren, wie kürzlich eine Studie der Heissmann GmbH in Zusammenarbeit mit dem Bundesverband Deutscher Stiftungen ergab, ist zu hinterfragen, inwieweit dies mit einer verantwortungsbewussten Stiftungsführung vereinbar ist (Heissmann 2004, Haferstock/Burkert 2003).

3.5 Bilanzierung und Wertberichtigung

Das Vermögensmanagement und insbesondere die Erhaltung des Stiftungskapitals sind zentrale Themen der Rechnungslegung und Bilanzierung von Stiftungen (Schindler 2003).

Zum Ausgleich inflationsbedingter Auszehrungen des Stiftungsvermögens bietet das Steuerrecht Stiftungen die Möglichkeit, bis zu 1/3 ihrer Nettovermögenserträge der so genannten Leistungserhaltungsrücklage zuzuführen. Diese Regelung findet sich in § 58, Nr. 7a AO. Bei einer durchschnittlichen Preissteigerungsrate von 1,5 % p. a. und bei einer Dotierung der Rücklage mit einem Drittel müsste das Vermögensmanagement eine Mindestrendite von 4,5 % erzielen, um die Substanz des Stiftungskapitals nachhaltig zu sichern. Die Leistungskraft des Stiftungskapitals durch die Rücklagendotierung zu erhalten hängt also von der Inflationsrate und der jeweiligen Rendite des Vermögens ab. Bei der aktuellen Niedrigzinsphase ist dies mit dem steuerlich zulässigen Höchstsatz von 33,3 v. H. nur schwer zu erreichen.

Eine weitere Möglichkeit der Kapitalerhaltung bietet die Anlage in Substanzwerten, wie z. B. Aktien und Immobilien. Diese Anlageformen tragen – bei langfristiger Betrachtung und Vernachlässigung kurzfristiger Wertschwankungen – durch ihre Wertsteigerung zur Substanzerhaltung bei. Erträge aus Umschichtungen der Vermögensanlagen, insbesondere des Aktiensegments, unterliegen im Gegensatz zu den Zinserträgen von Renten oder den Dividenden nicht dem Gebot der kurzfristigen Mittelverwendungspflicht. Realisierte Gewinne werden statt dessen einer freien Rücklage zugeführt und stellen den „dynamischen Teil“ des Stiftungskapitals dar. In guten Phasen des Aktienmarktes hat die

Stiftung die Möglichkeit, wenn rechtzeitig verkauft und Kurssteigerungen gesichert werden, Zuwächse für ihr Stiftungskapital zu realisieren. Der „dynamische Teil“ des Stiftungskapitals hat aber auch eine zweite Seite. Bei Verlusten wird in entsprechender Höhe die Rücklage aus Erträgen von Vermögensumschichtungen in Anspruch genommen; das Stiftungskapital wird abgeschmolzen.

Schmerzhaft waren für Stiftungen seit den Jahren 2000 und 2001 die drastischen Wertverluste durch den Verfall an den Aktienmärkten. Mit der Diversifizierung des Portefeuilles wird versucht, das Risiko von Kursverlusten zu reduzieren. Aber selbst bei breiter und professioneller Streuung führte der generelle Abwärtstrend der Aktien in den genannten Jahren zu hohen Verlusten. Um hier einen Ausgleich für einen drohenden Substanzverzehr zu schaffen, wurden Wertberichtigungen bei den Finanzanlagen notwendig (Schauhoff 2003). Nur so konnte ein zu starkes Auseinanderdriften der Buchwerte und der Marktwerte vermieden werden. Dabei wurde ein Verfahren aus der Versicherungswirtschaft zu Grunde gelegt, bei dem die Papiere auf eine dauerhafte Wertminderung geprüft und auf ein Mindestniveau – i. d. R. 90 v. H. des Nominalwertes – wertberichtigt bzw. abgeschrieben wurden. Dieses Verfahren wurde fallweise den verschiedenen (finanziellen) Voraussetzungen von Stiftungen angepasst; einige Institutionen weichen von diesem Vorgehen ganz ab und bilanzieren ihre Wertpapiere grundsätzlich nach dem strengen Niederstwertprinzip (Spiegel 2003).

In dieser Phase blieben nicht nur die Erträge der Aktien aus, sie zehrten auch z. T. die Erlöse anderer Anlageklassen auf, weil Abschreibungen aus laufenden Erträgen finanziert werden. So problematisch die Abschreibungen auf Finanzanlagen – kurzfristig – für manche Stiftung sind bzw. waren, so notwendig sind sie aber – langfristig – zur Sicherung des Bestandes und der Leistungskraft einer Institution. Und trotz zweier relativ guter Jahre des Aktienmarktes in 2003 und 2004 haben bei vielen Einrichtungen die Aktientitel z. T. immer noch nicht die historischen Anschaffungswerte bzw. die wertberichtigten Kurse erreicht; es besteht weiterhin erheblicher Wertaufholungsbedarf.

3.6 Auswirkungen der Stiftungsgröße auf die Anlagestrategie

Alle Grundregeln gelten unabhängig von der Größe einer Stiftung bzw. dem Umfang von deren Stiftungsvermögen. Dennoch folgen für Stiftungen mit einem kleinen

Stiftungskapital von ca. 100 T € oder weniger besondere Anforderungen an das Vermögensmanagement.

Bezüglich des Aufwands des Vermögensmanagements empfiehlt es sich für kleinere Stiftungen, den Anschluss an größere Einrichtungen zu suchen, wie z. B. als treuhänderische Stiftung (Seifart 2005) oder in Form eines Geschäftsbesorgungsvertrages; die Organisationsstrukturen und das Know-how größerer Einrichtungen können mitgenutzt und die Kosten des Vermögensmanagements erheblich gesenkt werden.

Wichtiger ist aber der Hinweis zur Anlagestrategie mit Blick auf die Kapitalerhaltung. Bei Stiftungen mit einem kleinen Kapital ist die Möglichkeit, das Vermögen zu streuen, zwangsläufig begrenzt bzw. nicht vorhanden. Bei einer Anlage in Aktien bzw. Publikumsfonds mit Aktien ist das Risiko zu groß, dass bei einem Wertverzehr die Stiftung für einen längeren Zeitraum handlungsunfähig wird. Wertberichtigungen wären über mehrere Jahre aus laufenden Erträgen des übrigen Kapitals gegenzufinanzieren. Im „worst case“ steht der Bestand der gesamten Stiftung zur Disposition. Kleinere Stiftungen sollten ihr Kapital deshalb (fast) ausschließlich in Papiere diversifizieren, bei denen eine Rückzahlung garantiert ist.

4 Inhouse oder Outsourcing? Zur Organisation der Vermögensverwaltung einer Stiftung

Die Organisation des Vermögensmanagements einer Stiftung – das heißt, inwieweit eigene Kapazitäten vorgehalten werden, externe Berater hinzugezogen werden oder ein externes Portfoliomanagement beauftragt wird – ist nur angesichts der spezifischen Rahmenbedingungen zu klären. Letztlich ist es wie jedes Organisationsproblem eine Optimierungsfrage zwischen Nutzen und Kosten.

Ein eigenes Vermögensmanagement setzt entsprechende personelle und technische Ressourcen voraus. Die Stiftungsleitung muss sich zudem intensiver mit Fragen der Kapitalanlagen auseinandersetzen. Vorteile sind genauere und direktere sowie z. T. flexiblere Steuerungsmöglichkeiten, die bis zu einer Detailsteuerung seitens des Stiftungsvorstands gehen können. Eigenes Know-how und Fachkenntnis zum

Vermögensmanagement sind darüber hinaus grundsätzlich für jede Stiftung mit Blick auf die Zusammenarbeit mit Banken und Investmentgesellschaften z. B. beim Aushandeln von Zinsen, Courtagen oder bei der Bewertung der Ergebnisse von Kapitalanlagegesellschaften von hohem Nutzen (Benke 2004). Aufgrund der geschilderten Bedeutung des Vermögensmanagements sollte deshalb bei der Besetzung der Gremien einer Stiftung die Einbindung entsprechenden Sachverständs berücksichtigt werden. Bei großen Kapitalmassen bietet sich die Einrichtung eines Beirats an (Volkswagen-Stiftung 2005).

Externen Sachverständ zu nutzen ist auch bei einem internen Vermögensmanagement ratsam. Hierzu zählt das Einholen der Einschätzungen von Beratern in Entscheidungssituationen oder das Überprüfen der Anlagestrategie hinsichtlich Verbesserungsmöglichkeiten, die aus „Betriebsblindheit“ nicht (mehr) gesehen werden (Strachwitz 1994, S. 130). Aber hier gilt ebenfalls, sich nicht nur auf eine Meinung zu verlassen.

Mit dem Outsourcing wird das Vermögensmanagement einer Bank oder einer Kapitalanlagegesellschaft übertragen. In den vergangenen Jahren haben insbesondere Spezialfonds an Bedeutung gewonnen. Spezialfonds sind Wertpapiersondervermögen, die nach strengen Anlagegrundsätzen und -richtlinien verwaltet werden (BVI 2002, Knappe 2000). Die Stiftung ist einzige Anteilseignerin am Sondervermögen, deren Rechte durch Anteilsscheine verbrieft sind. Der Vorstand einer Stiftung steuert den Fonds, indem er dem Fondsmanagement bzw. der Kapitalanlagegesellschaft Anlagerichtlinien vorgibt, wie z. B. Quoten für die Belegung der Assetklassen. Das Fondsmanagement berichtet regelmäßig dem Stiftungsvorstand; in Anlageausschuss-Sitzungen wird die Anlagestrategie erörtert und festgelegt. Die Vorteile sind ein wesentlich geringerer Verwaltungsaufwand bei der eigenen Stiftungsverwaltung sowie die Professionalität des Vermögensmanagements. Nachteile können Steuerungsverluste sein. Zu beachten sind ferner Management-, Verwaltungs- und Prüfungsgebühren. Aufgrund gegebener Fixkosten ist die Auflegung eines eigenen Spezialfonds gegenüber anderen Anlageformen aus Kosten- und Ertragsgesichtspunkten deshalb erst ab einem Volumen von ca. 10 Mio. € sinnvoll.

Wird das Vermögensmanagement extern vergeben, ist – wie bereits erwähnt – eine Streuung der Vermögenswerte auf mehrere Anlageinstitute unbedingt vorzunehmen. Den

Mehrkosten durch das Splitting der Finanzanlagen steht eine gewisse Absicherung gegenüber, bezüglich der gesamten Finanzanlage falsch beraten zu werden.

5 Produktdifferenzierung bei den Asset-Klassen

Die Asset-Allokation, das heißt die Verteilung des Vermögens auf die einzelnen Anlage-Klassen, ist der Schlüssel für den Erfolg des Vermögensmanagements. Die klassischen Anlageformen sind bekanntermaßen Liquidität, Renten, Aktien und Immobilien (Koppenhöfer 2003). Neuere Assetformen, wie z. B. Hedge-Fonds, das sind Fonds mit einer strikten Performance-Ausrichtung bei einer hohen Umschlaggeschwindigkeit, oder Private-Equity (Richter 2003), das sind nicht öffentlich gehandelte Unternehmensbeteiligungen, spielen bei Stiftungen eine untergeordnete Rolle (Richter/Sturm 2005, Kayser/ Richter/Steinmüller 2004). In letzter Zeit wurde häufiger die Anlage in ethischen Investments diskutiert (Schäfer 2003a und 2003b); hierzu zählen Investmentfonds, die sich selbst verpflichten, Anlagen in bestimmte Unternehmen oder Branchen nicht zu tätigen bzw. die bei ihren Entscheidungen umweltpolitischen oder sozialen Belangen einen besonderen Stellenwert einräumen (Heissmann 2004, S. 30).

Eine Entwicklung ist zu konstatieren: Die Renditen der klassischen Asset-Klassen sind seit 2000 zurückgegangen. Die Angebotsmöglichkeiten der Banken und Investmentgesellschaften z. B. im Bereich öffentlicher Anleihen sind – auf einem relativ niedrigen Zinsniveau – vergleichbar und fast ubiquitär. Um Anlagekunden, zu denen auch Stiftungen zählen, zu gewinnen oder um bei bestehenden Kundenbeziehungen eine höhere Bindung zu erreichen, werden immer mehr Produktinnovationen am Markt eingeführt. Anlageprodukte mit Namen, wie z. B. „6-Phasen-Bond“ und „Rock´n Roll-Anleihe“, oder stiftungsspezifische Produkte, wie z. B. „Stiftungsfonds Balanced“, versprechen höhere Erträge gegenüber der Durchschnittsrendite oder garantieren eine größere Sicherheit mit Blick auf den Erhalt des Stiftungskapitals.

Diese Produkte sind letztlich immer auf die klassischen Anlageformen Anleihen oder Aktien zurückzuführen. Die Innovation besteht in der Kombination, in Bewertungsmechanismen oder Zahlungsmodi seitens der Finanzdienstleister. Mit höheren Ertragsmöglichkeiten sind i. d. R. aber höhere Risiken verbunden, und die Garantie einer größeren Kapitalsicherheit lassen sich zudem Anlagegesellschaften in der einen oder anderen Form vergüten. Neue Anlageprodukte sollten deshalb zunächst stets genau auf ihre tatsächliche Ertrags-Risiko-Relation geprüft werden, bevor sie in das Portefeuille eingebunden werden.

6 **Ausblick: Vermögensmanagement ist kein Selbstzweck!**

Die Anforderungen an das Vermögensmanagement von Stiftungen sind angesichts der Entwicklung auf den Aktien-, Kapital- und Immobilienmärkten in den vergangenen Jahren gestiegen. Diese Situation wird sich zukünftig nicht entspannen. Erforderlich ist zum einen ein gewisses Maß an Realismus bei den Zielvorgaben für die Vermögensverwaltung; zum anderen muss der Forderung Nachdruck verliehen werden, dass das Vermögensmanagement von Stiftungen eines hohen Maßes an Professionalität bedarf und mit der gleichen Gewichtung wahrgenommen werden muss wie die Entscheidungsfindung zur Mittelverwendung.

Realistische Einschätzung der Vermögenserträge heißt, Erwartungen an kräftige Renditesteigerungen in den nächsten Jahren nicht zu hoch anzusetzen. Im Aktiensegment dürften selbst in guten Phasen nicht mehr die Steigerungen und Gewinne zu erzielen sein wie in der Boomzeit Ende der 90er Jahre. Ein Spekulationspotenzial und eine Euphorie wie am Neuen Markt zeichnet sich nicht ab; die Dividendenorientierung von Unternehmen ist nicht mehr so stark ausgeprägt. Von einem sprunghaften Anstieg der Renditen bei den Aktien ist nicht auszugehen. Und auch auf dem Renten- und Anleihenmarkt sind Hochzinsphasen auf absehbare Zeit nicht wahrscheinlich. Die Europäische Zentralbank hat die Preisentwicklung im Griff, so dass deutlichen Zinserhöhungen nicht zu erwarten sind.

Stiftungsvorstände dürfen sich aber nicht mit leicht erfüllbaren Mindestniveaus zufrieden geben. Dem ökonomischen Prinzip folgend gilt es, mit dem gegebenen Kapital und unter Berücksichtigung der bestehenden Umfeldbedingungen das bestmögliche Ergebnis zu erreichen.

Dabei darf nie aus den Augen verloren werden: Vermögensmanagement von Stiftungen erfüllt keinen Selbstzweck! Es schafft lediglich die Voraussetzungen für die nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks, sei es die Förderung von Kunst und Kultur, Bildung, Wissenschaft, Sport oder mildtätigen Zwecken. Die monetäre Seite darf nicht die inhaltliche Arbeit diktieren. Denn wie Sir Francis Bacon bemerkt: *„Geld gleicht dem Dünger, der wertlos ist, wenn man ihn nicht ausbreitet ...“*

Literaturhinweise

Benke, H. (2004): Die Vermögensanlage in gemeinnützigen Stiftungen, in: Die Beauftragte der Bundesregierung für Kultur und Medien/Bundesverband Deutscher Stiftungen/Deutscher Kulturrat (Hrsg.) (2004): Handbuch Kulturstiftungen. Ein Ratgeber für die Praxis, 2. überarbeitete Auflage, Berlin, S. 47-52.

Bundesverband Deutscher Investment- und Vermögensverwaltungs-Gesellschaften e.V. (BVI) (Hrsg.) (2002): Spezialfonds aus Anlegersicht – eine Erfolgsgeschichte, Frankfurt am Main.

Buth, R. (2005): Ohne strukturiertes Risiko-Management ist künftig kaum noch ein Stich zu machen, in: Portfolio institutionell, Ausgabe 3 Mai 2005, S. 40-45.

Carstensen, C. (1994): Vermögensverwaltung, Vermögenserhaltung und Rechnungslegung gemeinnütziger Stiftungen, Frankfurt a.M., Berlin, Bern et al..

Dreyer, M. (2005): Maximale Erträge bei zulässigem Risiko erreichen, in: Die Sparkassen Zeitung. Wochenzeitung für die Sparkassen-Finanzgruppe 68. Jahrgang Nr. 10 2005, S. 20.

Dreyer, M. (2002): Controlling – Notwendiges Instrument effizienten Stiftungsmanagements, in: Stiftung & Sponsoring, Heft 3 2002, S. 7 –10.

Haferstock, B./Burkert, M. (2003): Konservativ statt kreativ. Heissmann Stiftungs-Studie 2003: Ergebnisse einer Befragung deutscher Stiftungen, in: Deutsche Stiftungen, Mitteilungen des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, Ausgabe 3/2003, S. 45 f.

Heissmann GmbH (2004): Heissmann Stiftungs-Studie 2004 in Zusammenarbeit mit dem Bundesverband Deutscher Stiftungen. Planung, Anlage und Kontrolle von Stiftungsvermögen bei deutschen Stiftungen, Wiesbaden 2004.

Kaen, F. R. (2000): Risk Management, Corporate Governance and the Modern Corporation, in: Frenkel, M./Hommel, U./Rudolf, M. (Hrsg.) (2000): Risk Management. Challenge and Opportunity, Berlin, Heidelberg et al., S. S.247-262.

Kayser, J./Richter, A./Steinmüller, J. (2004): Alternative Investments für Stiftungen. Die Roten Seiten zum Magazin Stiftung & Sponsoring, in: Stiftung & Sponsoring Heft 4 2004.

Knappe, B. (2000): Spezialfonds für das Stiftungsvermögen ein sinnvolles Anlageinstrument, in: Stiftung & Sponsoring Heft 3 2000, S. 24 – 26.

Koppenhöfer, J. (2003): Klassische Anlagen. Erweiterung der Strategien und Überprüfung der Instrumente – auch für Stiftungen, in: Deutsche Stiftungen, Mitteilungen des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, Ausgabe 3/2003, S. 38 f.

Lehmann, D. (2003): Risiken- und Chancenstreuung. Vermögensanlage am Beispiel der VolkswagenStiftung, in: Deutsche Stiftungen, Mitteilungen des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, Ausgabe 3/2003, S. 47 f.

Mecking, Ch. (2005): Einführung: Stiftungswirklichkeit in Deutschland, in: Bundesverband Deutscher Stiftungen (Hrsg.) (2005): Zahlen, Daten, Fakten zum deutschen Stiftungswesen, Berlin, S. IX – XIX.

Mertens, D. (2004): Portfolio-Optimierung nach Markowitz, Frankfurt am Main.

Peiniger, G. (2003): Persönliche Haftungsrisiken. Stiftungsorgane zwischen Führung und Pflichtverletzung, in: Deutsche Stiftungen, Mitteilungen des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, Ausgabe 3/2003, S. 50 f.

Richter, A. (2003): Alternative Investments. Einfluss angloamerikanischer Vorbilder auf die Beimischung zu herkömmlichen Kategorien, in: Deutsche Stiftungen, Mitteilungen des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, Ausgabe 3/2003, S. 40 f.

Richter, A./Sturm, S. (2005): Hedge Fonds: Eine interessante Anlageklasse für Stiftungen? in: Zeitschrift zum Stiftungswesen, 3. Jahrgang, Heft 1-2 2005, S. 26-31.

Schäfer, H. (2003a): Das Anlageverhalten deutscher Stiftungen und ihre Bereitschaft zu ethisch geleiteter Kapitalanlage, in: Maecenata Aktuell, Nr. 41 2003, S. 19-22.

Schäfer, H. (2003b): Ethik – Ökologie – Soziales. Kriterien für die Geldanlage deutscher Stiftungen, in: Deutsche Stiftungen, Mitteilungen des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, Ausgabe 3/2003, S. 44 f.

Schauhoff, S. (2003): Wertberichtigungen im Stiftungsvermögen – Stiftungsrecht, Gemeinnützigkeitsrecht, bilanzielle Darstellung, in: Bundesverband Deutscher Stiftungen e.V. (Hrsg.) (2003): Vom Steuerstaat zum Stiftungsengagement. 59. Jahrestagung des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, Berlin, S. 32-43.

Schindler, A. (2003): Vermögensanlage von Stiftungen im Zielkonflikt zwischen Rendite, Risiko und Erhaltung der Leistungskraft, in: Der Betrieb, 56. Jahrgang, Heft 6 2003, S. 297-302.

Seifart, J. (2005): Ein Plädoyer für die Treuhandstiftung, in: StifterMagazin (2005), Ausgabe 3 April 2005, S. 12-13.

Spiegel, H. (2003): Bewertung von Finanzanlagen und Erhalt des Stiftungsvermögens, in: Zeitschrift zum Stiftungswesen, 1. Jahrgang, Heft 9 2003, S. 256-259.

Strachwitz, R. Graf (1994): Stiftungen – nutzen, führen und errichten: ein Handbuch, Frankfurt, New York.

VolkswagenStiftung (2005): Jahresbericht 2004, Hannover.