



WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

## Substanzerhalt und Ausschüttungs- politik beim Stiftungsvermögen

München / Grasbrunn, April 2008

**Das Stiftungswesen ist auf dem Vormarsch. Der Gedanke privaten Stiftens sowie das bürgerliche Engagement zur Bewältigung aktueller und zukünftiger gesellschaftlicher Herausforderungen gewinnen immer mehr an Bedeutung. Allein im Jahr 2007 wurden nach Angaben des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen 1.134 neue rechtsfähige Stiftungen bürgerlichen Rechts gegründet. Damit gibt es in Deutschland aktuell insgesamt 15.449 Stiftungen.**

Doch mit der Neugründung einer Stiftung alleine ist es nicht getan. Um den Stiftungszweck nachhaltig und langfristig zu finanzieren, ist es nötig, den Kapitalstock des Stiftungsvermögens nicht nur nominal, sondern real, d.h. unter Einbeziehung der Inflation zu erhalten. Gleichzeitig gilt das Gebot der zeitnahen Mittelverwendung, was bedeutet, dass der Kapitalstock laufend Erträge ausschütten muss, wobei die Substanz des Stiftungsvermögens nicht verzehrt werden darf. Um diese schwierigen Zielvorgaben zu erreichen, ist aktives professionelles Vermögensmanagement des Stiftungskapitals nötig. Wie wichtig eine aktive Vermögensverwaltung ist, zeigen Jahr für Jahr die erfolgreichen Investmentansätze der US-amerikanischen Universitäten, wie Harvard oder Yale. Über lange Zeiträume hinweg gelang es den Portfoliomanagern, das Stiftungsvermögen der Hochschulen durch hohe zweistellige Renditen zu vermehren. Freilich lassen sich die möglichen Freiräume des amerikanischen Stiftungsmanagements nicht auf deutsche Verhältnisse 1:1 übertragen. Die Vorschriften der hiesigen Aufsichtsbehörden (der Bundesländer) über mögliche Anlagestrategien sind weitaus strenger und konservativer.

### Balance zwischen Rendite und Risiko

Eine scheinbar konservative Anlagepolitik bedeutet aber nicht unbedingt weniger Risiko. Das belegt die seit einigen Jahren anhaltende Niedrigzinsphase überdeutlich. Eine ausschließliche Anlage des Stiftungsvermögens in klassische Zinsprodukte ist auf die Dauer nicht in der Lage, den Kapitalstock – wie gefordert – real zu erhalten und gleichzeitig die notwendigen Ausschüttungen zu generieren. Denn um den Kapitalstock substanziell zu sichern, dürfen nur die realen Renditen ausgeschüttet werden. Die Ausschüttung von derzeit ohnehin niedrigen nominalen Zinserträgen würde auf die Dauer unweigerlich zu einem erheblichen Substanzverlust des Stiftungsvermögens führen.



## WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Um real bessere Renditen erzielen zu können, muss eine professionelle Anlagestrategie eine optimale Mischung zwischen der Ausschüttungsfähigkeit und dem Substanzerhalt von Anlage- oder Assetklassen finden sowie die entsprechenden damit verbundenen Risiken (Standardabweichung oder Volatilität) in die Überlegung mit einbeziehen. Auf der Suche nach der richtigen Asset Allocation ergeben sich somit folgende Fragestellungen:

- Welche Realrenditen können Stiftungsanleger langfristig für unterschiedliche Anlage- oder Assetklassen erzielen?
- Wie könnte die Ausschüttungspolitik von Stiftungsvermögen aussehen, ohne dabei die Gefahr des Substanzwertverlustes einzugehen?

### Realrenditen im Fokus

Zahlreiche empirische Untersuchungen zeigen, dass Aktien gegenüber Rentenpapieren langfristig höhere reale Renditen erzielen und somit einen besseren Inflationsschutz darstellen. Im Zeitraum von 1950 bis 2007 waren die Realrenditen von Aktien um das 2,5-fache höher als die realen Renditen von Anleihen. Würde man das seit Jahren deflationistische Japan aus dieser Berechnung herausnehmen, so wären die Realrenditen von Aktien in den etablierten Märkten Europas und den USA sogar fast 300 % höher als bei Anleihen. Hingegen ist die Differenz der Nominalrenditen zwischen diesen beiden Assetklassen nicht einmal doppelt so hoch. Vermögensverwalter für Stiftungen, die den Erhalt des Substanzwertes im Fokus haben, werden daher den Renditevorteil von Aktien richtig einschätzen und die Risikobetrachtung auf die Realrenditen abstellen.

Basierend auf gängigen volkswirtschaftlichen Langfristprognosen sollten die künftigen Realrenditen aber eher vorsichtig prognostiziert werden. Ausgehend von einer aktuellen Umlaufrendite von ca. 4 % und dem Inflationsziel der EZB von 2 % ergibt sich für die nächsten Jahre eine Realzins-Erwartung von rd. 2 % für festverzinsliche Anlagen. Eine unterstellte Risikoprämie für Aktien von ca. 4 % führt hingegen zu einem 6%-igen Realzinsniveau für Aktien. Das bedeutet für die Praxis, dass für Stiftungsvermögen eine optimale Mischung zwischen Aktien und Anleihen gefunden werden muss.

Doch nicht nur unter Rendite-, sondern auch unter Risikogesichtspunkten ist die Beimischung von Aktien eine wesentliche Komponente des Stiftungsvermögens. Langfristige Studien zeigen, dass Aktienquoten zwischen 15 und 25 % die Portfoliorendite um bis zu 25 % im Vergleich zu einem nur aus Anleihen bestehenden Portfolio erhöhen, das Gesamtrisiko aber nur unwesentlich steigern.



## WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

### Strukturierte Produkte ins Portfolio

Doch damit nicht genug. Neben den klassischen Anlageformen Aktien und Renten haben sich in den letzten Jahren Mischformen zwischen Aktien- und Rentenanlagen etabliert, die strukturierten Produkte (Diskont- und Bonuszertifikate). Diskontzertifikate bieten vor allem in Zeiten fallender Aktienkurse und hoher Volatilität einen besseren Rendite- und Risikoschutz als Einzelaktien. Zu einem Diskont oder Abschlag kauft der Investor indirekt einen Basiswert (Einzelaktie oder Index). Der Gewinn ist zwar auf einen festgelegten Höchstbetrag begrenzt, aber bei einem entsprechend hohen Diskont relativ sicher. Bonuszertifikate sind zwar etwas offensiver als Diskontzertifikate, sind aber trotzdem geeignet, Renditen in schwierigeren Märkten zu sichern. Im Gegensatz zu Diskontzertifikaten partizipiert der Investor i.d.R. im vollen Umfang an der Kursentwicklung des Basiswertes. Falls eine vorher festgelegte Kursuntergrenze oder Barriere während der Laufzeit nicht berührt oder unterschritten wird, erhält der Investor am Ende der Laufzeit einen Bonus. Auch im Falle von Bonuszertifikaten gilt, dass bei entsprechend konservativen Strategie (hoher Puffer zur Barriere) relativ sichere Renditen erwirtschaftet werden können.

### Comeback der Rohstoffe

Als weitere Möglichkeit, um Portfoliorisiken zu mindern, haben viele Portfoliomanager die eigentlich alte Anlageklasse Rohstoffe für sich entdeckt. Im Gegensatz zu früheren Zeiten, als die Rohstoffe nur institutionellen Investoren und Unternehmen über Futures zugänglich waren, ist diese Assetklasse nun auch für Privatanleger mittels Zertifikaten oder Investmentfonds investierbar geworden. Getreu der alten Börsenweisheit: „Don't put all your eggs in one basket“ zeichnen sich Rohstoffe durch ihre geringere Korrelation zu Aktien und Anleihen aus, was sich positiv auf das Gesamtrisiko eines Portfolios auswirkt. Gleichzeitig können Rohstoffinvestments (z.B. Gold als Inflationsschutz) zur gewünschten Realrendite des Gesamtportfolios beitragen.

Sowohl strukturierte Produkte als auch Rohstoffinvestments sollten in einem Stiftungsportfolio allerdings nur als Beimischung betrachtet werden. Denn im Gegensatz zu Anleihen und Aktien verzichtet der Investor in diesen beiden Anlageklassen auf Zins- und Dividendenenerträge, was dem zweiten wichtigen Anlageziel, dem Erwirtschaften von stetigen Erträgen, widerspricht.

### Substanzorientierte Ausschüttungspolitik

Viele Stiftungen stehen häufig vor dem Problem, dass das Stiftungsvermögen durch die Ausschüttungen im Laufe der Zeit real an Wert verliert. Als Teil der richtigen Anlagestrategie ist es für Portfoliomanager unumgänglich, sich über die Ausschüttungspolitik von Stiftungen Gedanken zu machen. Eine wichtige Erkenntnis



## WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

analog zur Renditediskussion ist, dass Stiftungen jährlich nur ihre Real- und nicht ihre Nominalrenditen ausschütten dürfen. Natürlich stellt ein Anleiheportfolio die Basis für ein Stiftungsdepot dar. Untersuchungen haben jedoch ergeben, dass ein reines Rentenportfolio auf die Dauer keine konstanten Ausschüttungen zulässt. Um die Substanz zu erhalten, würden sich nach Jahren mit negativen Renditen sogar ausschüttungsfreie Zeiten ergeben. Damit wäre der Stiftungszweck, die Finanzierung eines Projekts, gefährdet. Um eine vernünftige substanzorientierte Ausschüttungspolitik umzusetzen, muss der Portfoliomanager die Realrenditen in den kommenden Perioden einschätzen, bei gleichzeitiger Inflationsindexierung des Anfangsbetrages des Stiftungsvermögens. Trotz des damit verbunden Prognoserisikos bietet eine solche Vorgehensweise einige wichtige Vorteile:

- die Substanz des Stiftungsvermögens wird erhalten;
- die Ausschüttungen sind real konstant und damit planbar;
- es ist einfacher, eine vernünftige Balance zwischen Theasaurierung und Ausschüttung zu finden.

### **Aktienanleihen als Depotbeimischung**

Diese Ausschüttungsstrategie der erwirtschafteten Realrenditen auf ein inflationsindexiertes Stiftungsvermögen erfordert wieder die richtige Asset Allocation. Der Anleihebereich sollte breit diversifiziert sein und selbstredend unterschiedliche Laufzeiten abdecken. Der überwiegende Teil der festverzinslichen Papiere ist unter Bonitätsgesichtspunkten einwandfrei. Als Beimischung und zur Stärkung der Realrenditen könnte ein Portfoliomanager Aktienanleihen hinzufügen. Aktienanleihen sind im Prinzip Shot Put-Positionen auf Einzelaktien. Die erwirtschaftete Prämie wird in Form einer Zinszahlung an den Investor ausgeschüttet. Bei entsprechend konservativer Herangehensweise lässt sich damit die (Teil-) Rendite eines Anleiheportfolios verbessern.

Die Aktienseite wird über dividendenstarke Einzeltitel und -fonds abgebildet. Empirische Untersuchungen belegen, dass Aktien mit einer stetigen und konstanten Dividendenentwicklung häufig mit soliden Kursgewinnen an den Börsen „belohnt“ werden. Bevor das Management einer Aktiengesellschaft die im Unternehmen erwirtschafteten Überschüsse in unsichere und renditeschwache Projekte investiert, werden die Gewinne besser an die Aktionäre zurückgegeben. Zudem weisen Dividendenaktien häufig gute Bilanzkennzahlen aus, was in Zeiten schwieriger Märkte mitunter ein erheblicher Vorteil ist. Auch im Falle der Aktien ist die Diversifikation über Länder und Branchen ein Gebot der Vernunft.



## WILHELM VON FINCK AG

VERMÖGENSVERWALTER

Die Kapitalanlage- und Ausschüttungspolitik einer Stiftung stehen, wie gezeigt, in engem Zusammenhang. Eine permanente Abstimmung dieser Entscheidungsparameter ist laufend vorzunehmen. Statische oder pauschale Empfehlungen werden den individuellen Situationen von Stiftungen nicht gerecht. Gefordert ist vielmehr eine individuelle Strategie, ein professionelles Management unter Einbeziehung verschiedenster Anlageinstrumente, um den Stiftungszweck letztlich zum Erfolg zu verhelfen.

### **Kurzportrait Wilhelm von Finck AG**

Die Wilhelm von Finck AG gehört heute zu den führenden Anbietern für Vermögensverwaltungs- und Family Office-Dienstleistungen im deutschsprachigen Raum. 1988 als Vermögensverwaltung der Unternehmerfamilie Wilhelm von Finck gegründet, öffnete sich die Gesellschaft 1999 auch für externe Mandate. Seit 2005 im Besitz der Deutsche Bank Private Wealth Management, agiert die Gesellschaft mit derzeit 30 Mitarbeitern weiterhin eigenständig und setzt bei der Betreuung komplexer Privat- und Stiftungsvermögen beständig neue Maßstäbe. Diskretion und vertrauensvolle Zusammenarbeit prägen die Arbeitsweise ebenso wie der auf Erhalt und Wertsteigerung ausgerichtete disziplinierte Investmentansatz des Hauses. Das renommierte Fachmagazin „Elite Report“ zeichnete die Wilhelm von Finck AG kürzlich mit der Höchstnote „summa cum laude“ aus und wählte sie zum „Newcomer des Jahres“.