

Stiftungen und Anleihen passen nicht (mehr) zusammen.



—
» Aktuell erscheint es unmöglich, mit Zinsanlagen auskömmliche Renditen zu erzielen und das Kapital real zu erhalten.«

Die Anlage in Infrastruktur kann ordentliche Erträge abwerfen.
 ←



Trutz Rendtorff
 Vorstand Vermögen
 Karg-Stiftung
 Lyoner Str. 15
 60528 Frankfurt am Main
 Tel. 069 87402721
 trutz.rendtorff@karg-stiftung.de
 www.karg-stiftung.de

Nur Stiftungen, die in Sachwerte investiert sind, überdauern die Zeit. Historiker können dies bestätigen. Fast jede Generation hat ihre Währungsreform erlebt. Das ist auch für die Zukunft nicht anders zu erwarten. Dabei umfasst eine Generation im Vergleich zu einer auf Ewigkeit eingerichteten Stiftung sogar einen verhältnismäßig kurzen Zeitraum.

Aktuell lassen das Zinsumfeld und die -prognosen es gar

unmöglich erscheinen, mit Zinsanlagen auskömmliche Renditen zu erzielen und das Kapital real zu erhalten. Dabei handelt es sich allerdings um Eckpfeiler des Stiftungswesens. Selbst besonders langfristige festverzinsliche Anlagen (Fixed Income) erwirtschaften nicht einmal mehr die erwartete Inflation. Deutsche Staatsanleihen aller Laufzeiten notierten von Februar bis Juni dieses Jahres negative Renditen (jeweils zum Monatsende), lediglich Ende Mai betrug die Rendite der 30-jährigen Anleihe ganze zwei Basispunkte, also 0,02 Prozent. Selbst leichte Zinsanstiege am Markt führen zu Kursverlusten,

welche die erwarteten Erträge der kommenden Jahre vollständig aufzehren können. Abschreibungen werden erforderlich und Werte vernichtet – bilanziell und real. Anleiheinvestments sind nur noch eine Wette auf fallende Zinsen. Ausschließlich in Fixed Income angelegte Stiftungen werden daher mit der Zeit verschwinden.

Gewissenhaft investieren.

Warum aber legen Stiftungen dann immer noch in solch hohem Maße in festverzinslichen Anlagen an? Warum wählen sie nicht qualitativ hochwertige, wesentlich renditestärkere und dabei ebenfalls

ordentliche Erträge abwerfende Sachwerte wie Aktien, Immobilien und Infrastruktur? Sofern die Anlage in festverzinsliche Anlagen nicht von der Satzung vorgeschrieben ist, könnte es einer diffusen Angst vor der Aufsicht und der Regulatorik geschuldet sein. Mir ist aber kein Fall bekannt, in dem Aufsichtsbehörden lediglich aufgrund schlechter Kapitalmarktentwicklungen bei einer Anlage eingeschritten sind, die ex ante aus kaufmännischen Gesichtspunkten vertretbar gewesen war.

Das Gesetz verlangt von Stiftungen das Anlageverhalten eines gewissenhaften Kaufmanns. Das verpflichtet zur

diversifizierten, transparenten Anlage bei vertretbaren Kosten sowie Risiken, die zum Anlagehorizont und den Verpflichtungen passen. Einen mündelsicheren Mindestanteil an Staatsanleihen oder anderen Anleihen fordert niemand, anders als etwa bei Altersvorsorgeprodukten oder regulierten Kapitalsammelstellen. Die Organe einer Stiftung haften auch nicht für eine schwache Performance der Vermögensanlage. Sie haften aber für schuldhaftes Pflichtverletzungen!

Eine solche wäre es, langfristig in Anlageklassen zu investieren, die nicht geeignet sind, die Ziele einer Stiftung zu erfüllen. Am Kapitalmarkt von heute, ▶

»Die kurzfristige Schwankungsbreite ist bei dem gebotenen langfristigen Anlagehorizont einer Stiftung fast bedeutungslos.«

der kaum Rendite bietet, aber renditeloses Risiko, sind Fixed-Income-Anlagen darum aus Stiftungsperspektive per se ungeeignet.

Bankenvertreter und Portfolio-manager werden nun rufen: Aber die - negative - Korrelation von Fixed Income zu Sachwerten wie Aktien und Immobilien macht doch eine Anlage in Fixed Income unerlässlich. Sie können doch nicht einfach ganze Assetklassen diskriminieren! Stimmt das? Stiftungsverantwortliche sollten sich davon nicht verunsichern lassen, denn Aktien und Anleihen zeigen seit Jahren keine verlässliche negative Korrelation mehr. Ein Beispiel: Zum Jahresende 2018 verzeichneten Aktien und Rentenpapiere aller Laufzeiten gleichzeitig starke Kursverluste - die Anleger hatten »Läuse und Flöhe«. Und selbst wenn: Würde eine negative Korrelation zwischen Sachwerten und Fixed Income überhaupt helfen, wenn es gar keine risikoadäquat gepreisten Anleihen mehr gibt?

Ich behaupte: Nein. Die Anlage in Renten bleibt bei der für Stiftungen erforderlichen extrem langfristigen Betrachtung renditelos. Die bestehenden Ausfall- und Entwertungsrisiken werden mit Sicherheit irgendwann eintreten. Sollte man aus Angst vor dem Tod Selbstmord begehen? Geben Sie das für die Anlage in Renten vorgesehene Vermögen doch lieber gleich für den Stiftungszweck aus und behalten Sie nur den für Investments in Sachwerten

vorgesehenen Vermögensteil - den Rententeil verlieren Sie ohnehin. Sie entziehen das Vermögen ansonsten über die Zeit dem Stiftungszweck. Ein ratierlicher Totalverlust eines weltweit angelegten, qualitativ hochwertigen Aktien- oder Immobilienportfolios erscheint hingegen höchst unwahrscheinlich.

Volatilität fast bedeutungslos.

Vielleicht sind es aber die geringeren Schwankungen von Anleihen, die Stiftungen zur Investition bewegen? Eine Verringerung der Volatilität durch eine Rentenbeimischung hilft Stiftungen allenfalls kurzfristig weiter. Die geringere Schwankungsbreite kommt nämlich einzig daher, dass ein Teil des Vermögens gar nicht performt - und nicht dadurch, dass eine Assetklasse »liefert«, während die andere gerade schwächelt. Bei dem gebotenen langfristigen Investitionshorizont ist die kurzfristige Volatilität zudem fast bedeutungslos. Bei einer Anlagedauer von beispielsweise 20 Jahren ist es am Ende unerheblich, ob das Portfolio eine kurz- oder mittelfristige Volatilität von 5, 10, 15 oder gar 20 Prozent hatte. Das Management eines Portfolios an dieser Zielgröße auszurichten, würde vielmehr bei einer langfristigen Betrachtung aus-

schließlich zu Renditeverlust führen und nicht zu einer Risikominimierung. Die Renditeerwartungen, die Ausfallrisiken und die Korrelationen sind wichtige Parameter für die Vermögensanlage einer Stiftung - die reine Volatilität nicht.

Tatsächlich denke ich, dass Stiftungen vornehmlich aufgrund eines krassen Missverhältnisses von wirtschaftlicher Risikotragfähigkeit der Stiftung und persönlicher Risikotragfähigkeit der verantwortlichen Personen so stark in Fixed Income investiert sind - was auch für andere langfristige Anleger gilt, die keinen regulatorischen Zwängen unterliegen. Schließlich möchte



Eine weitere attraktive Alternative zu Anleihen sind Immobilien. ←

Die globalen Aktienmärkte bieten Stiftungen interessante Investmentmöglichkeiten. →



niemand Verluste oder starke Schwankungen bei dem anvertrauten beziehungsweise beaufsichtigten Vermögen erleben oder rechtfertigen müssen. Niemand lebt ewig wie eine Stiftung. Niemand will gierig erscheinen. Die meisten Gremien halten die Divergenz aus persönlicher und wirtschaftlicher Risikotragfähigkeit entweder nicht aus oder Vorstände knicken aus Angst um den eigenen Vertrag ein.

Ich würde sogar so weit gehen, zu behaupten, dass kaum jemand stattliche Renditen erzielen will. Man erschiene im Erfolgsfall als Zocker mit fremdem Geld. Es ist ein klassischer Agency-Konflikt, der bei Stif-

tungen besonders ausgeprägt sein kann: Stiftungen haben keine Anteilseigner und häufig auch keine lebenden Stifter mehr. Stattdessen verfügen sie über Organe, die regelmäßig ehrenamtlich besetzt sind. Eine besondere, hinreichend markt-nahe Sachkunde in Vermögensanlagen ist dabei nicht zwingend gegeben. Wenn man schon aus altruistischen Motiven aktiv wird und Risiken trägt, dann aber bitte so geringe wie möglich.

Ein geringes oder kein Risiko einzugehen, ist aber heutzutage für viele Stiftungen eine Existenzbedrohung: Kein Risiko ist ein Risiko. Die Vermögensanlage ist jedoch neben der Zweckerfüllung das zweite Standbein einer Stiftung - und damit beginnt das Dilemma. Die Vermögensbewirtschaftung einer Stiftung benötigt Expertise. Das schuldet man den Stiftern ebenso wie der Gesellschaft, die den Rahmen dafür geschaffen hat.

Sofern Sie jetzt doch Mut gefasst haben sollten, das Vermögen lieber in Aktien, Immobilien und Infrastruktur anzulegen: Investieren Sie nicht in hochgradig illiquide Assetklassen wie Private Equity, nur weil dort hohe Renditen möglich erscheinen - schon gar nicht in einem erheblichen Umfang, der eine geringe

Beimischung übersteigt. Sie wissen in diesem Bereich oft nicht, was Sie kaufen, zum Beispiel Internetglücksspiel mit Servern in Gibraltar oder militärische Dienstleister. Außerdem finden sich in dem Marktsegment Verkäufer und Manager, die durchaus gierig sein können. Die Gebühren sind weitgehend erfolgsunabhängig und erheblich sowie häufig auf das jeweilige gesamte gezeichnete Kapital bezogen und nicht nur auf das tatsächlich investierte Kapital. Außerdem können Sie sich meist nur mit hohen Abschlägen von diesen Investments wieder trennen, bei unklaren Gesamtlaufzeiten. Die bilanziell vermeintlich geringere Volatilität illiquider Anlagen als Gradmesser für das Risiko ist eine Räuberpistole. Das Risiko ist auch aufgrund des Fremdkapitaleinsatzes in den Fonds fast 1,5-mal höher als bei einem Investment in den breiten Aktienmarkt und bietet im Schnitt kostenbereinigt nicht einmal einen Renditevorteil. Sie würden doch auch nicht »auf Pump« Aktien kaufen, warum dann aber unter Einsatz von Fremdkapital Firmen abseits des geregelten Marktes?

Sie müssen keine Kunststücke vollbringen, um dauerhaft ausreichende Erträge für Ihre Stiftung zu erzielen: Eine global gestreute Vermögensanlage in Aktien zukunftsfähiger Unternehmen mit starken Bilanzen sowie Wohnimmobilien und Infrastruktur bei moderatem Fremdkapitaleinsatz würde völlig ausreichen. ■