

HERAUSGEBER

Prof. Rainer Kirchdörfer

Rechtsanwalt (Gesamtleitung)

Prof. Dr. Rainer Lorz, LL. M.

Rechtsanwalt (Wissenschaftliche Leitung)

Prof. Matthias Alber

Hochschule für öffentliche Verwaltung
und Finanzen, Ludwigsburg

Dieter Berg

Vorsitzender der Geschäftsführung
der Robert Bosch Stiftung GmbH

Prof. Dr. Wolfgang Blättchen

Unternehmensberater

Dr. Thomas Frohnmayer

Rechtsanwalt

Dr. Olaf Gerber, LL. M.

Rechtsanwalt und Notar

Prof. Dr. Dr. h.c. Brun-Hagen Hennerkes

Vorstand der Stiftung Familienunternehmen

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Péter Horváth

Universität Stuttgart/International
Performance Research Institute

Dr. Rainer Kögel

Rechtsanwalt

Prof. Dr. Hermut Kormann

Zeppelin Universität, Friedrichshafen

Prof. Dr. Knut Werner Lange

Universität Bayreuth,
Forschungsstelle für Familienunternehmen

Dr. Bertram Layer

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater

Prof. Dr. Reinhard Prügl

Zeppelin Universität, Friedrichshafen, Friedrichs-
hafener Institut für Familienunternehmen (FIF)

Prof. Dr. Arist von Schlippe

Universität Witten/Herdecke
Wittener Institut für Familienunternehmen

Prof. Dr. Andreas Wiedemann

Rechtsanwalt

AUFSÄTZE

Alexander Herbert, Dr. Florian Brem, Jasmin Raith, Dr. Manfred Janson

Die Anlage des Stiftungsvermögens im
Spannungsfeld zwischen Sicherheit und Rendite

Dr. Tom Rösen, Prof. Dr. Arist v. Schlippe, Prof. Dr. Alberto Gimeno

Strukturelles Risiko und Mentale Modelle
in Familienunternehmen

Dr. Bertram Layer, Prof. Matthias Alber

Praxisprobleme des neuen Umwandlungssteuer-
erlasses aus der Sicht von Familienunternehmen

FUS-GESPRÄCH

Prof. Dr. med. Curt Diehm

Ratschläge zum Gesundbleiben für Unternehmer

RECHTSPRECHUNG

Eintragung eines Testamentsvollstreckervermerks
in das Handelsregister

BGH, Beschluss vom 14. Februar 2012 – II ZB 15/11

Satzungsdurchbrechung – Zu den Wirksamkeitsvoraussetzungen
eines von der gesellschaftsrechtlichen Regelung abweichenden
Gewinnverwendungsbeschlusses

OLG Dresden, Beschluss vom 9. November 2011 – 12 W 1002/11

Schenkungsteuerpflicht bei Zahlungen zwischen Ehegatten

BFH, Beschluss vom 31. August 2011 – II B 14/11

Steuervergünstigung nach § 13a ErbStG bei schenkweiser
Übertragung von Anteilen an einer vermögensverwaltenden KG,
die Anteile an inländischen GmbHs hält

FG Köln, Urteil vom 16. November 2011 – 9 K 3087/10

3

2012

Die Anlage des Stiftungsvermögens im Spannungsfeld zwischen Sicherheit und Rendite

Ansätze zur Lösung des Zielkonflikts



Rechtsanwalt Alexander Herbert, Zürich/Berlin
 Rechtsanwalt Dr. Florian Brem, Hamburg
 Jasmin Raith, wissenschaftliche Mitarbeiterin, Berlin
 (alle Buse Heberer Fromm)
 Dr. Manfred Janson, Janson & Partners Ltd., Zürich

Die konkreten rechtlichen Anforderungen an die Vermögensanlage von Stiftungsgeldern, ebenso wie die Haftungsrisiken, die auf die Verwalter des Stiftungsvermögens zukommen, sollen im Folgenden aufgezeigt werden. Schließlich werden die praktischen Folgen für die Anlagepolitik von Stiftungen dargestellt.

I. Sichere und rentable Vermögensanlagen – Pflicht für Stiftungen

Vorbei ist die Zeit, in denen Stiftungen sich auf gute Zinserträge verlassen konnten und keine Kompromisse hinsichtlich des Ratings der Schuldner machen mussten. Die „Asset Allokation“, also die Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlagekategorien und -instrumente stellt aufgrund der derzeitigen Kapitalmarktlage wahrlich eine Herausforderung für die Verwalter von Stiftungsvermögen dar.¹ Lagen früher bei Anleihen guter Qualität die Zinserträge zwischen 4 und 6 % p.a., bei Anleihen mittlerer, immerhin noch verlässlicher Qualität und „Sovereign Bonds“ mancher Staaten sogar noch höher, bringen nun Staatsanleihen qualitativ guter Euro-Länder Effektivverzinsungen um die 0 % bis 1 % p.a. und gleichen damit nicht einmal die Inflation aus. Stiftungen stehen somit bei der Vermögensanlage vor Problemen. Laut Bundesverband deutscher Stiftungen leidet mindestens jede zweite Stiftung in Deutschland massiv unter dem

realen Negativzins der Bundesanleihen.² Insbesondere kleine Stiftungen mit maximal 1 Mio. € Stiftungsvermögen sind dabei stark vom Kapitalmarkt abhängig und die Anlage ihrer Gelder in vermeintlich sichere Werte von Immobilien, Rentenpapieren und Sparkonten wirft nicht mehr die ausreichenden Erträge ab, um den realen Wert des Vermögens zu erhalten, geschweige denn, den Stiftungszweck zu erfüllen.

Die Anlage des Stiftungsvermögens erfordert somit ein genaues Austarieren des strukturellen Zielkonflikts zwischen Sicherheit und Rendite. Dies gilt umso mehr, als bei der Anlage von Stiftungsgeldern die Gebote der Vermögenserhaltung und der ertragbringenden Anlage gesetzlich vorgeschrieben sind und bei Nichtbeachtung Maßnahmen der Stiftungsaufsicht und eine eventuelle Haftung der für die Verwaltung des Vermögens Verantwortlichen nach sich ziehen. Welcher Mittelweg zwischen Sicherheit und Ertrag kann und darf also beschränkt werden? Welche Asset-Klassen sind stiftungsgerecht?

¹ Das Stiftungsvermögen kann auch aus Direktinvestitionen in Sachwerte (z.B. Immobilien, Kunstwerken) oder Unternehmensbeteiligungen bestehen, die Verwaltung dieser ist nicht Inhalt des Artikels.

² Aussage von Hermann Falk (Vorstandsmitglied des Bundesverbands deutscher Stiftungen) in der Financial Times Deutschland vom 17. Februar 2012, „Weniger Geld für Wohltaten“ (Christoph Hus)

INHALT

- I. Sichere und rentable Vermögensanlagen – Pflicht für Stiftungen
- II. Rechtliche Vorgaben für die Anlage von Stiftungsvermögen
 1. Gebot der Vermögenserhaltung
 2. Gebot der ertragbringenden Anlage
 3. Stiftungszweck und Stifterwille
- III. Haftungsrisiken bei der Vermögensverwaltung
- IV. Praktische Umsetzung
 1. Die Grundstruktur der Asset Allokation bei Stiftungen
 - a. Liability Oriented Portfolio „LOP“
 - b. Return Oriented Portfolio „ROP“
 2. Einzelne Anlagemöglichkeiten
 - a. Zinsportfolio/Anleihen
 - b. Aktien und verwandte Anlagekategorien
 - c. Alternative Investments
- V. Zusammenfassung

Keywords

Stiftungsgelder; Stiftungsvermögen; Vermögensanlage; Vermögensverwaltung

II. Rechtliche Vorgaben für die Anlage von Stiftungsvermögen

In Deutschland wird das Stiftungswesen sowohl von Bundesrecht, nämlich den stiftungsrechtlichen Vorschriften

des Bürgerlichen Gesetzbuches der §§ 80 ff. BGB (in der Schweiz die Art. 80 ff. Schweiz. ZGB, in Österreich das österr. Privatstiftungsgesetz) als auch durch landesrechtliche Vorgaben bestimmt. Dabei liefern beide Rechtsquellen mehr oder weniger eindeutige Vorgaben für die Verwaltung von Stiftungsvermögen, die im Folgenden konkretisiert werden. Wichtigste Vorgabe des Bundesrechts bildet dabei § 81 Abs. 1 S. 2 BGB, wonach das Stiftungsgeschäft die verbindliche Erklärung des Stifters erhalten muss, dass der zulässige Stiftungszweck ein Zweck sein muss, der zu seiner Erfüllung eines Vermögens bedarf. Daraus lassen sich zwei Anlagegebote herleiten, die parallel wie die oben erwähnten Anlageziele Sicherheit und Rentabilität in einem ähnlichen Zielkonflikt stehen: Das Gebot der Vermögenserhaltung (1.) als Voraussetzung für das langfristige Wirken der Stiftung³ und das Gebot der ertragbringenden Anlage (2.) als Voraussetzung für die Erfüllung des Stiftungszwecks. Anders als oftmals vermutet und insbesondere in der früheren Literatur häufig vertreten, ist das Gebot der Vermögenserhaltung also nicht alleiniges und oberstes Ziel bei der Anlage von Stiftungsgeldern. Zusätzlich gilt es, den Stiftungszweck durch Verwendung der Erträge zu erfüllen, also beide Grundsätze möglichst optimal zu verwirklichen.⁴ Ähnliche Vorgaben hierzu sehen auch die meisten Landesgesetze vor.⁵ Zuletzt hat auch der Stiftungszweck und der Stifterwille Einfluss auf die Anlageentscheidung (3.).

1. Gebot der Vermögenserhaltung

Bei der Anlage des Stiftungsvermögens gilt es, eine Anlagepolitik zu wählen, die das Stiftungsvermögen

keinem zu hohen Verlustrisiko aussetzt. Das Gebot der Vermögenserhaltung, oft auch gleichgesetzt mit dem Gebot der sicheren Anlage, hat indes kein absolutes Spekulationsverbot zur Folge. Das Stiftungsrecht gebietet nicht, das Vermögen ausschließlich in sogenannte „mündelsichere“ Papiere wie im Vormundschaftsrecht anzulegen, bei denen Verluste quasi ausgeschlossen sind.⁶ Inzwischen ist auch in den Landesgesetzen keine Vorgabe der Mündelsicherheit mehr zu finden.⁷ Diese beschränken sich bezüglich der Vermögensanlage nunmehr auf die Vorgaben „sicher und ertragbringend“⁸, „sicher und wirtschaftlich“⁹ oder „sparsam und wirtschaftlich“.¹⁰ Klare Abgrenzungen, welche Anlage als sicher und welche als zu risikobehaftet gilt, sind in der deutschen Rechtsprechung zum Stiftungsrecht indes nicht zu finden. Zieht man die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes zur Haftung des Testamentsvollstreckers bei der Nachlassverwaltung heran, so ist dieser „nicht an den ‚sichersten Weg‘ gebunden, andernfalls würde ihm das Gesetz eine mündelsichere Anlage vorschreiben“.¹¹ Auch einzelne spekulative Anlagen können hinnehmbar sein, sofern insgesamt eine Mischung mit konservativen Anlageformen gewährleistet ist.¹² Selbst im Vormundschaftsrecht, wo eine mündelsichere Anlage oder vergleichbar sichere Anlage durch den Vormund zu wählen ist, haben die Gerichte die Wirtschaftlichkeit der Anlage in den Vordergrund gerückt. Dabei ist die Geldanlage in einem offenen Immobilienfonds als solche nicht zu beanstanden, sofern eine ausreichende Risikostreuung des Vermögens gewährleistet ist, also nicht

der übermäßige Vermögensteil in diesem Fonds angelegt wird.¹³ Dieses Diversifikationsgebot bildet mithin den wichtigsten Ausfluss des Gebots der Vermögenserhaltung: Ein kalkuliertes Wagnis bei der Vermögensanlage darf durchaus eingegangen werden, sobald das Vermögen als Ganzes nicht in unkalkulierbarer Weise gefährdet wird, also insgesamt ordentlich verwaltet wird und insbesondere eine Risikoverteilung in der Anlagepolitik vorgenommen wird.¹⁴ Bei Streuung des Vermögens in ansonsten vorwiegend sichere Anlagen ist also auch im Stiftungsrecht eine Anlage eines Teils des Vermögens in renditeträchtigere Anlagen möglich.

Eine solche Rendite ist auch durch das Vermögenserhaltungsgebot vorgeschrieben, andernfalls würde das Vermögen mit der Zeit infolge Inflation aufgezehrt werden.

Eine genaue Vorgabe, welche Anlagen in welchem Anteil des Stiftungsvermögens zulässig sind, wie sie zum Beispiel in Versicherungsanlagerichtlinien gemacht werden, gibt es dabei nicht, dies steht vielmehr im Ermessen der für die Vermögensverwaltung Verantwortlichen (in Deutschland und Österreich der Stiftungsvorstand, in der Schweiz der Stiftungsrat).

2. Gebot der ertragbringenden Anlage

Wirft das Stiftungsvermögen keine Erträge ab, besteht die Gefahr, dass der Zweck der Stiftung nicht realisiert werden kann. Dies gilt insbesondere für die klassische Stiftung, die durch das Ausschütten der Vermögenserträge den Stiftungszweck erfüllt, auf Dauer angelegt und häufig mit festen Kosten verbunden ist.¹⁵ Die Zusagen

3 Haase-Theobald in: Wigand/Haase-Theobald/Heuel/Stolte, Stiftungen in der Praxis, 2007, S. 145

4 So auch: Reuter, Stiftungsrechtliche Vorgaben für die Verwaltung des Stiftungsvermögens, NZG 2005, 649 (649)

5 Vgl. Art. 12 Abs. 1 S. 3 BayStiftG, § 3 S. 1 BerlStiftG, § 4 Abs. 2 StiftG NRW

6 Otto, Handbuch der Stiftungspraxis, Köln 2007, S. 72

7 Zuletzt noch im ehem. Art. 14 BayStiftG

8 § 4 Abs. 2 S. 2 StiftG HH

9 Art. 6 Abs. 1 S. 1 BayStiftG

10 § 4 Abs. 1 SächsStiftG, § 7 Abs. 1 StiftG BaWü

11 BGH, Urteil vom 3.12.1986 – IV a ZR 90/85, NJW 1987, 1070 (1071)

12 Reuter in: Münchener Kommentar zum BGB, 6. Aufl. 2012, § 86 Rn. 18

13 OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 18.7.2002 – 20 W 451/02, FGPrax 2002, 257

14 BGH, Urteil vom 3.12.1986 – IV a ZR 90/85, NJW 1987, 1070 (1071)

15 Reuter in: Münchener Kommentar zum BGB, 6. Aufl. 2012, § 86 Rn. 18; anders hingegen bei Verbrauchsstiftungen, die ihren Stiftungszweck nicht mittels der erwirtschafteten Erträge, sondern durch das bereit gestellte Stiftungsvermögen erfüllen und somit nicht auf Dauer, sondern nur für eine bestimmte Zeit angelegt sind.

der Stiftung, die zum Beispiel Studenten oder Organisationen dauerhaft fördert, müssen eingehalten werden, was eine gewisse Rendite erforderlich macht. Das Gebot der ertragbringenden Anlage geht dabei in dem Gebot zeitnaher Mittelverwendung auf und muss insoweit realisiert werden, als der Erhalt des Stiftungsvermögens dadurch nicht in Gefahr gerät. Verwendet eine Stiftung ihre Erträge alleine zum Erhalt des Stiftungsvermögens und nicht zur Realisierung des Stiftungszwecks, verkommt sie zum reinen Selbstzweck und verletzt damit nicht nur ihre gegebenen Zusagen, sondern verstößt auch gegen § 81 Abs. 1 S. 2 BGB.

Bei gemeinnützigen Stiftungen, immerhin 90 % aller in Deutschland tätigen Stiftungen, bestünde dann zudem die Gefahr der Aberkennung der Gemeinnützigkeit, was den Verlust der Steuerbegünstigungen mit sich bringt.

Genauere rechtliche Vorgaben, wie hoch die Erträge zur Zweckerfüllung sein müssen,¹⁶ bestehen wiederum nicht, es müssen jedoch laufend Erträge erzielt werden, gelegentliche Zuflüsse genügen nicht.¹⁷

3. Stiftungszweck und Stifterwille

Zuletzt können auch der Stiftungszweck und der Stifterwille die Anlagepolitik bestimmen. Dabei kann der Stiftungszweck alleine die Form der Vermögensanlage vorgeben. Wird beispielsweise eine Stiftung zum Zwecke der Altersvorsorge errichtet und vom Stifter hierfür mit einer Immobilie versehen, so wäre es zweckfremd und nach § 81 Abs. 1 S. 3 Nr. 4 BGB unzulässig, diese zu veräußern und das Geld anderweitig anzulegen. Eine solche Umschichtung des Vermögens ist nur dann zulässig und mitunter



Abb. 1: Anlagekonflikt bei der Anlage von Stiftungsvermögen

auch geboten, wenn durch das Festhalten an der Vermögensanlage der Stiftungszweck nicht mehr dauernd und nachhaltig erfüllt werden kann, die Vermögensanlage mithin nicht mehr wirtschaftlich ist.¹⁸

Der im Stiftungszweck aufgehende Stifterwille kann im Ausnahmefall auch bestimmte Anlageformen ausschließen. So kann die grundsätzlich neutrale Anlage des Stiftungsvermögens ausnahmsweise dem Stiftungszweck zuwiderlaufen und zum Beispiel eine Anlage in bestimmten Branchen untersagt sein. Mitunter kann der Stifter auch bestimmte Vorgaben entweder in der Stiftungssatzung oder, um flexibler zu bleiben, in Nebenordnungen zur Satzung machen. Mittels Anlagerichtlinien kann er unter anderem den Stiftungsvorstand binden, nur in nachhaltige oder ethisch verträgliche Anlagen zu investieren. Er kann aber auch andere Vorgaben machen, wie und durch wen (beispielsweise ein bestimmtes Bankinstitut oder einen unabhängigen Vermögensverwalter) das Stiftungsvermögen angelegt werden soll. Die Umsetzung dieser Vorgaben obliegt dann dem Stiftungsvorstand unter Kontrolle der Stiftungsaufsicht. Dabei sollten diese Vorgaben ihm Leitlinien an die Hand geben, wie dieser zu handeln hat, ohne dabei den Handlungsspielraum des Stiftungsvorstandes unangemessen zu beschränken.

Daraus ergibt sich für Stiftungen ein vom magischen Dreieck der Vermögensanlage (Sicherheit – Rendite – Liquidität) abweichendes Bild, das durch den Zielkonflikt zwischen Sicherheit und Rendite unter Beachtung des Stiftungszwecks und Stifter-

willens geprägt ist. Schließlich spielt die Liquidität des Vermögens (nicht die der Erträge) bei auf Dauer angelegten Stiftungen eine untergeordnete Rolle.

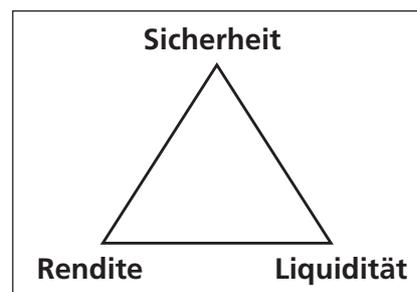


Abb. 2: Klassisches Anlagedreieck

III. Haftungsrisiken bei der Vermögensverwaltung

Es ist Aufgabe des Stiftungsvorstands, das Stiftungsvermögen zu verwalten. Werden die rechtlichen Vorgaben bei der Vermögensverwaltung missachtet, so muss der Stiftungsvorstand mit aufsichtsrechtlichen Maßnahmen und einer haftungsrechtlichen Inanspruchnahme rechnen.

Die Stiftungsaufsichtsbehörden überprüfen die Einhaltung der rechtlichen Vorgaben durch die Stiftungsorgane. Dazu gehören sowohl die Einhaltung des oben genannten Vermögenserhaltungsgebots als auch die Einhaltung der Erfüllung des Stiftungszwecks und des Stifterwillens sowie die Erfüllung spezifischer landesrechtlicher Vorgaben. Da die Stiftungsaufsichten reine Rechtsaufsichten sind, ist es ihnen verwehrt, fachliche Entscheidungen zu kontrollieren. Sie haben jedoch je nach Landesrecht gleichwohl weitgehende Befugnisse: So kann zum Beispiel die Stiftungsaufsicht gemäß Art. 17 BayStiftG im Falle einer erheblichen Schwächung des Stiftungsvermögens anordnen, dass der Ertrag des Stiftungsvermögens ganz oder teilweise so lange anzusammeln ist,

¹⁶ Wie zum Beispiel in den USA, wo gesetzlich vorgeschrieben ist, dass mindestens 5 % des Gesamtvermögens jährlich zur Zweckverwirklichung auszugeben sind, vgl. Reuter, NZG 2005, S. 649 (650).

¹⁷ Otto, Handbuch der Stiftungspraxis, Köln 2007, S. 67.

¹⁸ Dazu näher: Reuter, Stiftungsrechtliche Vorgaben für die Verwaltung des Stiftungsvermögens, NZG 2005, 649 (652).

bis die Stiftung wieder leistungsfähig geworden ist.

Aufgrund der ungenauen gesetzlichen Vorgaben an die Vermögensanlage ist eine klare Trennlinie zwischen rechtlichen Vorgaben und fachlichem Entscheidungsspielraum schwer zu ziehen. Deswegen überprüfen die Stiftungsaufsichten die ordnungsgemäße Vermögensverwaltung als Ganzes, einzelne Anlageentscheidungen hingegen nur bezüglich ihrer nachvollziehbaren Dokumentation und der Sicherstellung der Vermögenserhaltung durch Risikostreuung mittels einer ausreichenden Diversifikation.

Eine Haftung im Innenverhältnis gegenüber der Stiftung besteht gemäß § 280 Abs. 1 BGB im Falle der Verletzung der Treue- und Loyalitätspflichten des Vorstands bei der Vermögensverwaltung. Dabei ist aufgrund der treuhänderischen Stellung des Vorstands ein vergleichsweise strenger Sorgfaltsmaßstab anzulegen.¹⁹ Zusätzlich greift die Vermutung für das Verschulden der Sorgfaltspflichtverletzung nach § 280 Abs. 1 S. 2 BGB. Aufgrund der unbestimmten gesetzlichen Vorgaben an die Vermögensanlage lassen sich jedoch für den Stiftungsvorstand keine konkreten Handlungspflichten und Haftungsmaßstäbe herleiten.²⁰ Zudem hat der Vorstand bei seinen Anlageentscheidungen einen Ermessensspielraum, der zu berücksichtigen ist. Der Stiftungsvorstand hat bei der Ausübung seines Ermessens die stiftungsrechtlichen Besonderheiten zu beachten und eine – ex ante²¹ betrachtet – zu risikoreiche Anlagepolitik zu vermeiden. Dabei birgt auch eine zu passive Anlagepolitik Haftungsrisiken, denn der Stiftungsvorstand hat das Vermögen nicht nur sicher, sondern eben auch ertragbringend anzulegen. Dies

gilt umso mehr, als eine allzu einseitige Anlagepolitik in vermeintlich sichere Papiere aufgrund der mangelnden Risikostreuung wiederum Haftungsrisiken mit sich bringen kann. Die Pflicht zu einer aktiven Anlagepolitik kann im Einzelfall auch zu einer Pflicht zur Umschichtung des Vermögens führen, wenn andere Anlagemöglichkeiten, die bei ähnlichem Risiko eine höhere Rentabilität bieten, zur Auswahl stehen.²²

Aufgrund der ungenauen Handlungspflichten ist es dem Stiftungsvorstand, wenn nicht sogar dem Stifter selbst, zu raten, die Anlagevorgaben und -strategie in Anlagerichtlinien zu konkretisieren. Dank solcher können Anlageentscheidungen auf verlässlicherer Grundlage getroffen werden. Dabei sollten die Richtlinien eine ausreichende Flexibilität gewähren, um das Portfolio den Marktveränderungen anpassen zu können. Diese Flexibilität schließt die Erstellung eines eigenen Risikoprofils der Stiftung durch die Anlagerichtlinien jedoch nicht aus. So kann in den Richtlinien beispielsweise geregelt werden, dass der Anteil der Aktien oder aktienähnlichen Instrumente am Vermögen maximal die Hälfte betragen soll. Der genaue Inhalt solcher Richtlinien hängt dabei von der Art der Stiftung, ihrem Investitionshorizont, der Größe des Stiftungsvermögens und der damit bestehenden Anlagemöglichkeiten, aber auch vom Stiftungszweck und Stifterwillen ab.

IV. Praktische Umsetzung

Die rechtlichen Vorgaben gilt es nun in der Praxis umzusetzen und das Geld möglichst „sicher und rentabel“ anzulegen.

1. Die Grundstruktur der Asset Allokation bei Stiftungen

Unter Berücksichtigung des Stiftungszweckes und ihrer vorzusehenden

Ausschüttungen sollte der Vorstand eine Grundstruktur der Vermögensallokation einer Stiftung festlegen, die jedoch von Zeit zu Zeit dynamisch überprüft werden muss. Hauptelemente sind hierbei das „Liability Oriented Portfolio“ und das „Return Oriented Portfolio“.

a. Liability Oriented Portfolio „LOP“

Aus der oben genannten Erforderlichkeit, Zusagen der Stiftung einzuhalten, beispielsweise monatliche Zahlungen an Studenten zu leisten und so den Stiftungszweck zu erfüllen, hat sich in der Anlegerpraxis das Konzept des „Liability Oriented Portfolio“ entwickelt, das auf eine feste Zinsorientierung ausgelegt ist, die in der Höhe mit der Qualität des Schuldners variiert. Auch im Versicherungswesen, wo mit der erforderlichen Einrechnung der Wahrscheinlichkeit eines Schadenseintrittes eine zusätzliche Schwierigkeit besteht, findet das Konzept des „Liability Oriented Portfolio“ Anwendung.

Grundsätzlich müssen zukünftige Fälligkeiten von den Ausschüttungen bei langfristigen, auf Kapitalerhalt orientierten Stiftungen durch Zinsfälligkeiten eines Anleihen-Portfolios voll gedeckt sein, um das Stiftungsvermögen nicht zu schmälern. Anderes gilt bei Verbrauchsstiftungen, bei denen in diese Zahl Rückzahlungsfälligkeiten inklusive Zinsen eingerechnet werden können, sodass damit die zugesagten Ausschüttungen termingerecht gedeckt werden können.

Da Zinssätze derzeit historisch tief sind, wird bei vielen Stiftungen dieser an den Verpflichtungen der Stiftungen orientierte Portfolio-Teil einen sehr hohen Anteil des Vermögens darstellen, je strikter man die Bonitätsanforderungen anwendet. Da die Bundesanleihen mit dem besten Rating Anfang dieses Jahres nur mit negativen Zinsen erworben werden konnten, bleibt für viele Stiftungen wenig Reserve neben diesem sicheren Teil der Anlagen mit den ihnen zur

19 Fiala, Johannes, Geldanlagen für Stiftungen und Stifter, 2. Aufl. 2011, S. 178

20 Otto, Handbuch der Stiftungspraxis, Köln 2007, S. 62

21 Dazu näher: Hüttemann, Rainer/Schön, Wolfgang: Vermögensverwaltung und Vermögenserhaltung im Stiftungs- und Gemeinnützigkeitsrecht, Köln München 2007, S. 9

22 Dazu näher: Reuter, Stiftungsrechtliche Vorgaben für die Verwaltung des Stiftungsvermögens, NZG 2005, 649 (652 f.)

Verfügung stehenden freien Mitteln höhere Erträge zu erwirtschaften.

Eine Möglichkeit, den Ertrag des „Liability Oriented Portfolio“ zu verbessern, könnten Zinsanlagen in Fremdwährungen darstellen, die allerdings zusätzliche Währungsrisiken bergen. Besteht der Stiftungszweck z.B. in einer Vergabe von Stipendien in Lateinamerika oder der Förderung von Schulen oder Krankenhäusern in Afrika, so entsteht hierdurch ein doppeltes Währungsrisiko. Häufig orientieren sich Länder am US-Dollar, so dass die Stipendienkosten nochmals in lokale Währungen umgerechnet werden müssen. Bedenkt man, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro oder dem Schweizer Franken periodenweise stark gestiegen ist, so wären die Kosten des zu zahlenden Stipendiums in der jeweiligen Lokalwährung gegenüber dem US-Dollar ebenfalls gestiegen. Dadurch entsteht eine doppelte Unsicherheit, denn das in Fremdwährung gezahlte Stipendium wird im Budget der Stiftung in der hiesigen Währung erfasst und zurückgestellt.

Um diese Risiken zu minimieren, ist es für Stiftungen mit Verpflichtungen in Fremdwährungen ratsam, die Vermögensanlage bezüglich dieser zugesagten Fremdwährungsausgaben durch Finanzanlagen in der Währung des Empfängerlandes, also möglichst währungskongruent, vorzunehmen. Sollte es sich dabei um schwierig zu konvertierende Währungen oder Währungen mit einem wenig liquiden Anleihenmarkt handeln, so sollten die Anlagen zumindest in Währungen erfolgen, an denen sich die Währung des Ausgabenlandes orientiert.

b. Return Oriented Portfolio „ROP“

Wenn, wie oben dargestellt, die bestehenden zukünftigen Ausschüttungszusagen durch das „LOP“ hinreichend abgedeckt sind und dann noch Stiftungsvermögen verbleibt, so sollte dieses zur Verbesserung der Rentabilität eingesetzt werden. Es

ist Aufgabe des Stiftungsvorstands, diese Abwägung vorzunehmen und festzustellen, welcher Teil des Vermögens unter welche Kategorie fällt. Der hiernach ungebundene Teil des Stiftungsvermögens sollte im Rahmen einer immer noch recht konservativ ausgerichteten Anlagepolitik am Kapitalmarkt zur Renditeerzielung angelegt werden.

Dass ein Portfolio gespickt mit Staatsanleihen allein deswegen das Prädikat „konservativ“ nicht verdient, mussten viele Stiftungen in den letzten Jahren schmerzlich erleben. Im Vordergrund der Anlagestrategie für dieses ertragsorientierte Teilportfolio sollte daher neben der Ertragszielsetzung, wie auch von der Rechtsprechung und den Stiftungsaufsichten gefordert, die Diversifikation der Anlagen stehen.

Als Anlagekategorien sollten alle Instrumente in Betracht gezogen werden: Aktien, Aktienfonds, High-Yield- und Industrie- wie Wandelanleihen, Fremdwährungsanleihen, Immobilien und Rohstoffe sowie konservativ geführte alternative Investments. In all diesen Asset-Klassen gibt es, was viele immer noch verkennen, neben spekulativen Produkten auch inhärent konservative Titel und Produkte, die für kenntnisreiche Privatanleger sehr attraktiv sind. Es sind dies konservative „long-short Aktienfonds“ oder Fonds mit gemischten Strategien, deren Erfolge Portfolios mit reinen traditionellen Aktien- oder Anleiheititeln nachhaltig übertroffen haben, da sie Absicherungsstrategien verfolgen und die Marktvolatilität, selbst in Krisenjahren wie zuletzt, zu einem großen Teil ausgleichen können. Eine rein indexorientierte Anlagestrategie, die – im Gegensatz zu einer Anlagepolitik der ruhigen Hand – versucht, die Börsenentwicklung entweder nachzubilden oder durch kurzfristiges Handeln zu übertreffen, birgt indes höhere Risiken für das Stiftungsvermögen, da die Märkte heute wesentlich kurzfristiger reagieren als früher üblich.

Dabei darf nicht vergessen werden, dass jedes Investment Risiken bis hin

zum völligen Verlust beinhaltet. Dies umso mehr, will man in einer „Null“-Zinsphase Erträge erzielen. Wieder gilt: Eine Reduktion dieses Risikos gelingt nur durch Diversifikation.

2. Einzelne Anlagemöglichkeiten

a. Zinsportfolio/Anleihen

Zinserträge sind derzeit nur in sehr geringem Maß als Ausgangslage für die Vermögenserhaltung oder gar Ertragssteigerung zu sehen. Das wird nicht immer so bleiben, sondern sich bei spürbaren inflationären Tendenzen diesen anpassen. Um Kursverluste zu verhindern, kann die Stiftung derzeit nur in relativ kurz laufende Anleihen investieren. Da ein Ende des niedrigen Zinsniveaus schwer abzusehen ist, besteht das Risiko, dass die im Portfolio befindlichen Schuldtitel zu einem Zeitpunkt zurückgezahlt werden, in dem Neuanlagemöglichkeiten nur mit niedrigen Zinserträgen zu erhalten sind. Zur Erzielung von Erträgen bleibt somit nur ein Ausweichen auf Wandelanleihen oder besser rentierende Industriefonds mit niedrigerer Qualität. Hierfür ist, ähnlich wie bei Aktientiteln, eine Unternehmens- bzw. Schuldneranalyse notwendig. Dabei kann auf das Rating der Agenturen hierfür nur eingeschränkt zurückgegriffen werden, erfahrungsgemäß ändert sich deren Einstufung zu schnell, um darauf als Anleger reagieren zu können. Eine weitere Möglichkeit, die Erträge zu steigern, liegt in Fremdwährungsanleihen oder Schuldtiteln aus „Emerging Markets“, am besten über einen Fonds gehalten, sofern man selbst nicht über ein profundes Wissen in diesem attraktiven Segment verfügt. Teilweise bieten Fonds währungsgesicherte Tranchen an, wodurch das Währungskursrisiko weitgehend ausgeschaltet werden kann.

b. Aktien und verwandte Anlagekategorien

Einzeltitle guter Qualität werden viele kennen und jeder hat seine Vorzugsti-

tel. Dennoch bieten Fonds mit breiterer Risikostreuung eine gute Alternative, wofür auch global-strategische Überlegungen für eine internationale Streuung im Aktienbereich sprechen. Fonds mit Aktientiteln mittlerer und kleiner Unternehmen können das Portfolio zusätzlich diversifizieren. Sicherlich ist auch der Einsatz von gut ausgewählten Fonds mit „long/short“-Strategien eine gute Ergänzung. Ein Negativkriterium für Stiftungen ist hingegen der Einsatz von Hebelstrategien, die mit Krediten arbeiten.

c. Alternative Investments

Alternative Investments haben sich bei manchen Anlegern mit einer negativen, eher spekulativen Konnotation eingepreßt. Diese ist nur bedingt gerechtfertigt. Wie schon ausgeführt, können alternative Anlagen

mit einer gegenteiligen Zielsetzung zur Absicherung und Verringerung der Volatilität eines Depots eingesetzt werden. Nicht von ungefähr sind die Allokationen der Versicherungsgesellschaften in diesem Bereich besonders seit 2008 und 2009 gestiegen. Diese müssen auf Grund langfristigerer Risiken, die sie abzudecken verpflichtet sind, zeitlich angepasste Anlagestrategien verfolgen. Alternative Investments erfordern häufig eine längerfristige Strategie und dadurch einen langfristigen Anlagehorizont, der bei dauerhaften Stiftungen zumeist gegeben ist. Bei langfristig ausgerichteten Stiftungen empfiehlt es sich außerdem, bestimmte Kategorien dieses Segmentes einzusetzen. Dabei gilt es wieder, Produkte mit eigentlichen Kredithebeln und diffusen, intransparenten Strategien, die auf illiquiden Nischenmärkten arbeiten, zu meiden.

V. Zusammenfassung

Die vorgestellten Anlagemodelle sollen einen Einblick geben, auf welche verschiedene Arten eine sowohl sichere als auch wirtschaftliche Anlage von Stiftungsgeldern realisiert werden kann. Bei der Bestimmung der Anlagepolitik sind die Besonderheiten von Stiftungen im Allgemeinen aber vor allem die der jeweiligen Stiftung zu berücksichtigen. Dabei gilt es, mittels einer ausreichenden Diversifikation und einer aktiven Anlagepolitik das Verlustrisiko zu minimieren und auf Veränderungen der Kapitalmärkte mittels einer langfristigen Anlagestrategie zu reagieren. So können die rechtlichen Anforderungen an eine möglichst sichere und ertragbringende Anlage des Stiftungsvermögens durch Erzielung der bestmöglichen Renditen bei entsprechend geringem Risikoeinsatz eingehalten werden.

Familie, Vermögen und Leistung im Einklang!



ISSN 2191-9828

2011, Erscheinungsweise: 2-monatlich, jeweils zum Anfang eines geraden Monats, 36 Seiten, Format A4, geheftet, Jahresabonnement 189,- €

Bestellen Sie auch online unter:



Familienunternehmen und Stiftungen (FuS)

Recht, Management, Familie und Vermögen

In Familienunternehmen und Stiftungen ergeben sich spezielle Fragestellungen, die an die Familienunternehmer selbst wie auch an deren Berater hohe fachliche Anforderungen stellen. Viele Lösungen erfordern im Kern einen interdisziplinären und ganzheitlichen Ansatz.

Die FuS schließt nun die bisherige Lücke im Zeitschriftenumfeld. Sie bietet vernetzte Fachinformationen aus den Bereichen Recht, Familie, Management und Vermögen. Sie setzt damit an der Schnittstelle zwischen Recht, Steuern, Ökonomie und Psychologie an. So wird es für Sie als Berater oder Unternehmer möglich, für das Wirtschaftsmandat oder das eigene Unternehmen schnell und kompetent effiziente Lösungen zu entwickeln.

Aktuelle Aufsätze ermöglichen Ihnen einen schnellen Überblick und Praxisreports vermitteln Ihnen Beratungskompetenz aus aktuellen Fällen. Die praxisrelevante Kommentierung von Leitsätzen bietet Ihnen eine kompakte Rechtsprechungsübersicht. Die moderne mediale Gestaltung der FuS sichert hohen Lesekomfort und Nutzwert, z.B. durch eine angebundenen Online -Rechtsprechungsdatenbank für vertiefende Recherchen.

AUS DEM INHALT

- Aktuelle Aufsätze für den schnellen Überblick zu Themen in Familienunternehmen und Stiftungen
- Abstracts und Vertiefungshinweise
- Praxisreports zu Recht, Steuern, Familie, Management und Vermögen
- Rechtsprechung in Leitsätzen – kurz kommentiert
- Aktuelles aus der Branche, Tipps und Termine
- Rechtsprechungsdatenbank per Quicklink

Werden Sie jetzt FuS-Abonnent!

Sichern Sie sich eine unserer attraktiven Prämie für ein Jahresabonnement oder testen Sie 2 Ausgaben kostenlos!



Informationen direkt von der Quelle!



Bundesanzeiger Verlag

www.bundesanzeiger-verlag.de

www.betrifft-unternehmen.de/fus

Kostenlose Bestell-Hotline: 0 800/1234-339
(gebührenfrei aus dem deutschen Festnetz)

Fax: 0221/976 68-115 · in jeder Fachbuchhandlung

BESTELLSCHEIN

- ▶ im Fensterkuvert einsenden
- ▶ per Fax an (0221) 9 76 68-115
- ▶ www.betrifft-unternehmen.de/fus
- ▶ in jeder Fachbuchhandlung

Bundesanzeiger Verlag
Postfach 10 05 34
50445 Köln



Prämie Nr. 1

KRUPS Nescafé Dolce Gusto „Fontana“
Rot (4704592) oder Weiß (4704576)

- 15 bar Pumpendruck: Mit automatischer Druckregulierung für perfekten Milchschaum
- Aluminium Thermoblock mit Edelstahl Verkleidung: Kein Vorheizen, keine Wartezeiten
- Exklusives und sauberes Kapselsystem



Prämie Nr. 2

GARMIN Navigationsgerät „N30“ (5151198)

- 3,5 Zoll (8,9 cm) QVGA TFT-Display
- Kartenabdeckung für 22 Länder Zentraleuropas
- Eingebauter Lithium-Ionen Akku (Betriebsdauer bis zu 4 Std.)
- Inkl. Saugnapfhalterung für die Windschutzscheibe, Klebplatte für Saugnapfbefestigung am Armaturenbrett, KFZ-Ladekabel



Prämie Nr. 3

Der Besserschein 90 € (3602771)

- Suchen Sie sich Ihre Wunschprämie einfach selbst aus
- Stöbern Sie in aller Ruhe in dem Besserschein-Onlineshop
- Einlösen des BESSERSCHEINS unter: www.der-besserschein.de

Jahresabonnement plus Prämie!



Ja, ich möchte die Zeitschrift „FuS – Familienunternehmen und Stiftungen“ direkt im Jahresabonnement für 189,- €* bestellen.

Als Dankeschön erhalte ich Prämie Nr.

Sie bekommen die Prämie zugesendet, nachdem die Zahlung des Jahresabonnementspreises bei uns eingegangen ist.

2 Ausgaben kostenlos!



Ja, ich möchte **2 Ausgaben kostenlos** bestellen**.

ABSENDER:

Firma

Name, Vorname

Straße, Nr.

PLZ, Ort

Telefon

Fax

E-Mail



Datum, Unterschrift

* inkl. MwSt. und Versandkosten (deutschlandweit)

**2 AUSGABEN KOSTENLOS:

Wenn ich das Produkt darüber hinaus regelmäßig beziehen möchte, brauche ich nichts weiter zu unternehmen. Das reguläre Abonnement des Produktes beginnt dann mit der nächsten Ausgabe zum Jahresabonnementspreis inkl. gesetzlich geltender MwSt. und Versandkosten (deutschlandweit). Wenn ich an der Lieferung weiterer Ausgaben des Produktes nicht interessiert bin, teile ich dies dem Bundesanzeiger Verlag spätestens innerhalb einer Woche nach Erhalt der zweiten Ausgabe mit. Es ist nicht möglich, die beiden oben genannten Abonnementangebote miteinander zu kombinieren.

VERBRAUCHERSCHUTZHINWEIS:

Diese Bestellung kann innerhalb von 4 Wochen nach Absendung ohne Begründung schriftlich oder in anderer Textform bei der Bundesanzeiger Verlagsges. mbH., Amsterdamer Str. 192, 50735 Köln, widerrufen werden. Zur Fristwahrung genügt die rechtzeitige Absendung des Widerrufs innerhalb dieses Zeitraumes. Der Widerruf verpflichtet zur Rücksendung der Ware, Beschädigung der Ware verpflichtet zum Kauf.

Ihre Daten sind bei uns in sicheren Händen! Informationen zu unseren AGB und Datenschutzbestimmungen finden Sie unter www.bundesanzeiger-verlag.de.

Ihre Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH.

W A - N r . 1 1 0 0 2 0 4 1



**Bundesanzeiger
Verlag**

**Recht
vielseitig!**