

STUDIEN DES  
DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS

**AKTIENANLAGE  
IN STIFTUNGEN**



Herausgeber:

Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederuau 13-19  
60325 Frankfurt am Main  
[www.dai.de](http://www.dai.de)

UBS Deutschland AG  
Bockenheimer Landstr. 2-4  
60306 Frankfurt am Main

Oktober 2015  
Alle Rechte vorbehalten  
ISBN 978-3-934579-76-7

Zum Download siehe [www.dai.de](http://www.dai.de)



## **AKTIENANLAGE IN STIFTUNGEN**



## HINTERGRUND UND ZUSAMMENFASSUNG

Stiftungen stellen in Deutschland jährlich 17 Mrd. Euro für die Förderung gesellschaftlicher, sozialer und anderer satzungsgemäßer Zwecke zur Verfügung.<sup>1</sup> Sie erfüllen mit diesen Mitteln eine wichtige gesellschaftliche Funktion, die vom Bundesgesetzgeber oder der Finanzverwaltung durch die Verleihung des Gemeinnützigkeitsstatus privilegiert wird.

Das Fördervolumen stammt neben Spenden vor allem aus der Vermögensverwaltung der Stiftungen. Bei der Vermögensanlageentscheidung steht das Stiftungsmanagement jedoch vor einem grundsätzlichen Zielkonflikt. Dieser ergibt sich aus zwei Prinzipien, die im institutionellen Rahmen der Stiftungen in Deutschland verankert sind: Auf der einen Seite ist eine Stiftung zum Erhalt des Vermögens verpflichtet; auf der anderen Seite muss sie laufende Erträge aus der Verwaltung ihres Vermögens zur Verfolgung des Stiftungszwecks erwirtschaften und verwenden. Eine nachhaltige Zweckerfüllung der Stiftung setzt daher sowohl eine entsprechend kontinuierliche wie auch substantielle Rendite des Stiftungsvermögens voraus.

Bei vielen Stiftungen sind festverzinsliche Wertpapiere bester Bonität traditionell der zentrale Bestandteil des gesamten Vermögens, weil hier die Erträge gleichmäßig fließen, also gut planbar sind. Wegen der begrenzten Laufzeit von festverzinslichen Anlagen ergibt sich jedoch ein Wiederanlagerisiko, wenn die Zinsen neuer Anleihen unterhalb der Zinsen der zurückgezahlten Anleihen liegen. Die seit einigen Jahren sinkenden und aktuell niedrigen Zinsen für festverzinsliche Anlagen stellen die Stiftungen daher zunehmend vor die nur schwer zu lösende Herausforderung, das Grundprinzip des dauerhaften Vermögenserhalts bei gleichzeitiger Erfüllung der satzungsmäßigen Aufgaben in gewohnter Weise sicherzustellen. Im Extremfall kann dieser Zielkonflikt darauf hinauslaufen, im Interesse des Vermögenserhalts die laufenden Leistungen von Stiftungen zu reduzieren. Diese Gefahr droht insbesondere dann, wenn das Niedrigzinsumfeld länger anhält.

Eine sinkende Leistungsfähigkeit der Stiftungen würde sich unmittelbar im gesellschaftlichen Leben niederschlagen, denn mit fallenden Erträgen aus dem Stiftungsvermögen sinken auch die Möglichkeiten, diese Erträge für gemeinnützige Zwecke (z.B. kulturelle, soziale oder wissenschaftliche) einzusetzen. Mehrere Presseberichte<sup>2</sup> in jüngerer Vergangenheit legen nahe, dass dieses Risiko keine „graue Theorie“ ist. Aber auch in einem normalen Zinsumfeld hat die Gesellschaft ein Interesse an leistungsfähigen und stabilen Stiftungen. Vor diesem Hintergrund analysiert diese Studie die Eigenschaften der Aktienanlage sowie deren Eignung als Anlageobjekt für Stiftungen. Die Studie entspringt einem Auftrag der „Foundation Lindau Nobel Laureate Meetings“. Sie wurde in Kooperation des Deutschen Aktieninstituts und der UBS Deutschland AG erstellt.

Die Untersuchung zeigt, dass Aktien langfristig höhere Renditen als festverzinsliche Wertpapiere erzielen. Die Anlage in Aktien oder Aktienfonds könnte daher verstärkt als Alternative im Vermögensmanagement von Stiftungen genutzt werden, um angemessen den Stiftungszweck verfolgen zu können. Dies gilt nicht nur in Phasen niedriger Zinsen, denn der Langfristcharakter von Stiftungen passt mit einem Aktieninvestment, das ebenfalls langfristig ausgerichtet sein sollte, prinzipiell ideal zusammen. Dabei geht es keinesfalls darum, das gesamte Stiftungsvermögen in Aktien anzulegen. Um eine bessere Rendite zu erzielen und damit langfristig den Stiftungszweck besser erfüllen zu können, ist es jedoch in vielen

<sup>1</sup> Siehe Bundesverband Deutscher Stiftungen (2014), S. 25.

<sup>2</sup> Siehe Handelsblatt (2014); F.A.S. (2015).

Fällen sinnvoll, den Aktienanteil des Stiftungsvermögens im Rahmen einer angemessenen Gesamtstrategie anzuheben. Allerdings sind Stiftungsorgane häufig sehr zurückhaltend, ein Aktieninvestment oder gar ein signifikantes Aktienengagement einzugehen. Noch immer wird ein Anteil von 30 Prozent am Stiftungskapital in vielen Stiftungen als „magische“ Grenze empfunden, die nicht überschritten werden sollte. Auch wird der Grundsatz der Vermögenserhaltung teilweise so ausgelegt, dass realisierte Kursgewinne aus Aktien nicht für Stiftungszwecke verwendet werden dürfen, sondern dem Vermögensstock zugeführt werden müssen.

Beides lässt sich nach Ansicht des Deutschen Aktieninstituts ökonomisch nicht begründen.

Gleichwohl führen die rechtlichen Besonderheiten der Stiftungen, aber mehr noch die oft sehr risikoaverse Interpretation dieser Vorgaben bei Stiftungsorganen, Aufsichtsbehörden und in der Literatur zu einer verbreiteten Unsicherheit und damit zur Zurückhaltung gegenüber dem Investment in Aktien oder Aktienfonds.

### **Vor diesem Hintergrund regt das Deutsche Aktieninstitut an:**

- 1.** Der Grundsatz des Vermögenserhalts sollte von Aufsichtsbehörden und Stiftungen grundsätzlich langfristig, d.h. idealerweise in einer 15- bis 20-Jahresperspektive, interpretiert werden. Dies würde besser dem Umstand Rechnung tragen, dass Aktien und Aktienfonds kurz- und mittelfristig (Buch-)Verluste erleiden können, langfristig aber durch ihre überlegenen Renditeeigenschaften die Leistungsfähigkeit von Stiftungen stärken. Natürlich setzt dies voraus, dass Stiftungsorgane mit dem unvermeidbaren Aktienrisiko verantwortungsvoll umgehen und die Aktienengagements der Stiftung in eine angemessene Gesamtstrategie des professionell geführten Vermögensmanagements einbetten.
- 2.** Es sollte gesetzlich klargestellt werden, dass realisierte Kursgewinne aus Aktienverkäufen zur Erfüllung des Stiftungszwecks verwendet werden können. Ob und in welchen Grenzen eine solche Verwendung ohne entsprechende Satzungsregelung derzeit zulässig ist, ist nach wie vor umstritten, weil die gesetzlichen Regelungen hierzu nicht eindeutig sind.
- 3.** Bei vielen Stiftungsvorständen besteht Unsicherheit darüber, ob Aktienquoten über 30 Prozent ökonomisch vertretbar und gesetzlich zulässig sind. Eine einheitliche Auskunftspraxis bei den Stiftungsaufsichtsbehörden, dass unter der Voraussetzung adäquater Governance und bei entsprechender Mischung der Portfolien und verantwortungsvoller Gesamtstrategie beim Vermögensmanagement auch Aktienquoten von über 30 Prozent regelmäßig unproblematisch sind, würde sicher helfen, diese Unsicherheit zu nehmen.

## INHALT

1	Rechtlicher Rahmen des Vermögensmanagements von Stiftungen . . . . .	8
2	Aktienanlage versus Rentenanlage . . . . .	13
3	Exkurs: Aktuelles Kapitalmarktumfeld und Geldanlage von Stiftungen . . . . .	28
4	Abschließende Überlegungen . . . . .	31

## ABBILDUNGEN UND TABELLEN

Tabelle 1:	Reale Aktienrenditen und Aktienrisikoprämien von 1900 bis 2010 nach Dimson/March/Stauton (2011) (in Prozent) . . . . .	16
Abbildung 1:	Langfristige Entwicklung von Renten- und Aktienanlage in Deutschland (DAX vs. REXP, mit Wiederanlage von Dividenden oder Zinsen) . .	17
Abbildung 2:	Historische Renditen am deutschen Aktienmarkt gemessen am DAX seit 1967 (in Abhängigkeit vom Anlagehorizont) . . . . .	18
Abbildung 3:	Historische Wahrscheinlichkeit, mit der Aktienanlage höhere Renditen zu erzielen als mit der Rentenanlage (DAX vs. REXP, 1967 bis 2014) . . .	19
Abbildung 4:	Historische Verlustwahrscheinlichkeit und Kapitalerhalt mit Aktien des DAX in Abhängigkeit vom Anlagehorizont (Kursentwicklung und Dividenden) seit 1967 . . . . .	20
Abbildung 5:	DAX-Performance- versus DAX-Kurs-Index . . . . .	21
Abbildung 6:	Historische Kurs- und Dividendenrenditen im DAX seit 1987 . . . . .	22
Abbildung 7:	Kursrenditen am deutschen Aktienmarkt gemessen am DAX seit 1987 in Abhängigkeit vom Anlagehorizont . . . . .	23
Abbildung 8:	Historische Verlustwahrscheinlichkeit und Kapitalerhalt im DAX bei reiner Kursbetrachtung in Abhängigkeit vom Anlagehorizont (seit 1987) . . . . .	23
Abbildung 9:	Historische Renditen in gemischten Portfolios aus DAX und REXP über verschiedene 15-Jahres-Zeiträume (1967 bis 2014). . . . .	25
Abbildung 10:	Historische Renditen in gemischten Portfolios aus DAX und REXP über verschiedene 20-Jahres-Zeiträume (1967 bis 2014) . . . . .	26
Abbildung 11:	Zins-, Inflations- und Dividendenentwicklung im DAX seit 1990 (in Prozent) . . . . .	28

# 1. Rechtlicher Rahmen des Vermögensmanagements von Stiftungen

Das Vermögensmanagement von Stiftungen unterliegt mehreren Prinzipien, die von den verantwortlichen Organen der Stiftung miteinander in Einklang gebracht werden müssen. Diese Grundsätze sind jedoch rechtlich sehr allgemein gehalten, so dass sie von Stiftungsorganen, Stiftungsaufsichten und der Kommentarliteratur unterschiedlich interpretiert werden. Dieser Interpretationsspielraum erzeugt eine nicht unerhebliche Rechtsunsicherheit, weil er im Zweifel von Gerichten mit ungewissem Ausgang ausgefüllt werden kann. Eine Folge dieser weiten, von verschiedenen Stellen unterschiedlich genutzten Interpretationsmöglichkeiten ist eine verbreitete Unsicherheit über die rechtlich erlaubten und ökonomisch sinnvollen Anlagemöglichkeiten von Stiftungen. Diese Unsicherheit besteht sowohl bei Stiftungsvorständen als auch bei Aufsichtsbehörden.

Nach dem in den Landestiftungsgesetzen verankerten **stiftungsrechtlichen Grundsatz des Vermögenserhalts**<sup>3</sup> muss der Stiftungsvorstand dafür Sorge tragen, dass das ursprünglich gestiftete Grundstockvermögen dauerhaft (und ungeschmälert<sup>4</sup>) erhalten bleibt, damit die Stiftung dauerhaft ihren Zweck erfüllen kann. Es ist umstritten, wie dieser Grundsatz auszulegen ist. Einige Stimmen sehen den nominalen Vermögenserhalt als ausreichend an,<sup>5</sup> im Schrifttum wird allerdings auch vertreten, dass das Grundstockvermögen real im Wert erhalten werden muss, um inflationsbedingte Kaufkraftverluste auszugleichen.<sup>6</sup> Unabhängig von einer etwaigen rechtlichen Verpflichtung empfehlen Praktiker häufig den realen Vermögenserhalt, um die Leistungsfähigkeit der Stiftung über längere Zeiträume konstant zu erhalten.<sup>7</sup> Auch eine Mehrheit von 77 Prozent der Stiftungen selbst strebt den realen Erhalt des Vermögens an.<sup>8</sup>

Zudem gilt das gemeinnützigkeitsrechtliche Prinzip der **zeitnahen Verwendung der Erträge**<sup>9</sup> des Stiftungsvermögens zur Erfüllung des Stiftungszwecks, das bundesrechtlich vorgegeben ist. Als Erträge gelten dabei im Wesentlichen laufende Erträge – also z.B. Zinsen oder Dividenden. Erträge sind dabei als Nettoüberschüsse aus der Vermögensverwaltung zu verstehen. Kosten des Stiftungsmanagements dürfen in angemessenem Umfang abgezogen werden. „Zeitnah“ bedeutet nach § 55 Abgabenordnung (AO), dass die Mittel spätestens in den auf den Zufluss folgenden zwei Kalender- oder Wirtschaftsjahren für die steuerbegünstigten satzungsmäßigen Zwecke verwendet werden müssen.<sup>10</sup> Eine im Laufe des Jahres 2015 erfolgte Erträgnisgutschrift muss also spätestens bis zum 31. Dezember 2017 gemäß dem Stiftungszweck verwendet werden.

<sup>3</sup> Siehe hierzu ausführlich Friedrich (2012), S. 80-98; Sauer (2010). Für Verbrauchsstiftungen gilt dieser Grundsatz naturgemäß nicht. Die weiteren Ausführungen klammern Verbrauchsstiftungen daher auch ausdrücklich aus.

<sup>4</sup> Diese Ergänzung enthält eine ganze Reihe von Landestiftungsgesetzen – so z.B. in Bayern und Hessen.

<sup>5</sup> Siehe Friedrich (2012), S. 90f.; Fritz (2010), S. 163.

<sup>6</sup> Siehe Sauer (2010); Theuffel-Werhahn (2012); Theuffel-Werhahn/Siebert (2013); siehe auch die Verweise bei Friedrich (2012), S. 86f.

<sup>7</sup> Ein Beispiel für den Kaufkraftverlust findet sich bei Theuffel-Werhahn (2012); siehe auch Panse/Bär (2007), S. 122f.

<sup>8</sup> Umfrage des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen (2013), S. 6.

<sup>9</sup> Siehe Friedrich (2012), S. 100-103.

<sup>10</sup> Siehe zur Diskussion, wann eine zeitnahe Verwendung gegeben ist, Römer (2009) und Sauer (2010).



Über die Regelungen bzgl. der Verwendung der Erträge hinaus impliziert das Gemeinnützigkeitsrecht eine grundsätzliche Privilegierung des verfolgten Stiftungszwecks. Der Gesetzgeber erkennt ihn durch die rechtliche Besserstellung als Beitrag zur Förderung des Gemeinwohls an, was beachtet werden muss, wenn zwischen den Zielen des Vermögenserhalts und der Ertragszielung, in den Worten des ehemaligen Richters am Bundesverfassungsgericht Konrad Hesse, eine „praktische Konkordanz“ hergestellt werden muss.

Neben diesen beiden Grundprinzipien ist für das Handeln von Stiftungen auch die weitgehende **Trennung zwischen der Vermögenssphäre und der Ertragsphäre** relevant. Diese Trennung hat zwei Facetten:

- Um den Status der Gemeinnützigkeit nicht zu gefährden, müssen laufende Erträge für den Stiftungszweck verwendet werden (Thesaurierungs- oder Admassierungsverbot). Diese können daher nicht dazu genutzt werden, den Vermögensstock (real) im Wert zu erhalten. Es existieren jedoch mehrere Ausnahmen von diesem Grundsatz des Admassierungsverbotes.<sup>11</sup> Für die Praxis am bedeutsamsten ist dabei die Möglichkeit der Bildung einer freien Rücklage nach § 62 Abs. 1 Nr. 3 AO. Danach darf bis zu einem Drittel der laufenden Erträge in die Vermögenssphäre übertragen werden, um den Vermögensstock im Wert zu erhalten und so die Leistungsfähigkeit der Stiftung auch für die Zukunft zu erhalten. Diese freie Rücklage darf aber auch zu einem späteren Zeitpunkt aufgelöst werden, um die laufenden Ausgaben der Stiftung zu finanzieren; sie kann demnach auch als Schwankungsreserve bei unregelmäßigen Erträgen dienen.
- Wie weit der Stiftungsvorstand umgekehrt einen Ermessensspielraum hat, Verschiebungen aus der Vermögenssphäre in die Ertragsphäre vorzunehmen, ist mangels gesetzlicher Regelung und relevanter Rechtsprechung weniger eindeutig. In jedem Fall können realisierte Kursgewinne für den Stiftungszweck verwendet werden, wenn die Satzung der Stiftung dies zulässt. Inwieweit dies auch ohne Satzungsermächtigung gilt, ist hingegen in der Literatur umstritten. So wird einerseits die Meinung vertreten, dass außerordentliche Erträge in der Vermögenssphäre verbleiben müssen, also nicht ausgeschüttet werden dürfen.<sup>12</sup> Die Mehrheit der Literaturstimmen vertritt jedoch die Auffassung, dass realisierte Kursgewinne nicht zwingend ausgeschüttet werden müssen, wohl aber ausgeschüttet werden dürfen.<sup>13</sup> Begründet wird dies u.a. damit, dass es eben nicht Zweck der Stiftung ist, durch eine Vermögensakkumulation den Ertragsverwendungsgrundsatz zurückzudrängen. Besteht keine Satzungsregelung oder ist keine Satzungsänderung möglich, kann zudem in Abstimmung mit der Stiftungsaufsicht und dem Finanzamt eine Ausschüttung möglich sein.

Die Trennung der Aktienerträge in Dividenden und Kursgewinne ist gleichwohl ökonomisch nicht fundiert. Grundsätzlich ergibt sich bei unternehmerischem Erfolg einer Aktiengesellschaft eine Wertsteigerung der Aktien (wobei die Wertentwicklung kurzfristig auch von anderen Faktoren beeinflusst werden kann). Einen Teil der erzielten Gewinne kann die Aktiengesellschaft auf Beschluss der Hauptversammlung als Dividende ausschütten. Die Ausschüttung führt i.d.R. zu einem entsprechenden Kursab-

<sup>11</sup> Siehe Römer (2009).

<sup>12</sup> So lassen sich Hüttemann/Rawert (2011), Rn. 54, interpretieren. Auch offizielle Äußerungen der Verwaltung scheinen diese Auslegung teilweise zu verfolgen. So heißt es im Merkblatt für die Errichtung einer Stiftung des bayerischen Innenministeriums wörtlich: „Soweit aus Umschichtungen Vermögensmehrerlöse (Wertsteigerungen, z.B. durch Grundstücksverkäufe, Kursgewinne) erzielt werden, gehören diese grundsätzlich zum Grundstockvermögen; nur die daraus erzielten Erträge können also wieder für die Zweckerfüllung ausgegeben werden.“ (siehe Bayerisches Ministerium des Inneren 2009, S. 10).

<sup>13</sup> Siehe im Detail Friedrich (2012), S. 104f.; Spiegel (2014), S. 25.

schlag, so dass sie aus Sicht des Aktionärs – also auch einer Stiftung – lediglich einen Aktivtausch darstellt: der Kassenbestand steigt um die ausgeschüttete Dividende, der Kurswert der Aktien sinkt entsprechend. Die Höhe der ausgeschütteten Dividende hängt u.a. von der Dividendenstrategie des Unternehmens und dem absehbaren Finanzierungsbedarf ab. Den ausgeschütteten Teil der Aktienrendite nun als seitens der Stiftung verwendungsfähig zu erklären, den nicht ausgeschütteten Teil selbst bei Realisierung von Kursgewinnen hingegen im Grundstock des Vermögens zu binden, führt deshalb bei vergleichbaren Unternehmen mit unterschiedlicher Dividendenpolitik zu unterschiedlichen und damit willkürlichen Ergebnissen. Im schlimmsten Fall führt sie zu einer Verzerrung der Anlageentscheidung der Stiftung – wenn diese überhaupt in Aktien investiert – in Richtung „dividendenstarker“ Aktien oder, wenn der Stiftungsvorstand eher den Kapitalstock aufbauen will, in Richtung stärker thesaurierender Unternehmen.

Ökonomisch sachgerecht ist hingegen eine Betrachtung, nach der neben den Dividenden auch realisierte Kursgewinne prinzipiell für die Verwendung des Stiftungszwecks zur Verfügung stehen, wenn ansonsten das Vermögen der Stiftung langfristig durch eine geeignete Anlagepolitik gesichert ist. Eine entsprechende gesetzliche Klarstellung ist deshalb sinnvoll und notwendig.

Zudem ist die **Bilanzierung** für das Vermögensmanagement von Stiftungen von Bedeutung. Grundsätzlich besteht die Möglichkeit, Gewinne aus Umschichtungen – bspw. aus dem Verkauf von Aktien – in einer sog. Umschichtungsrücklage auszuweisen.<sup>14</sup> Hierzu gibt es eine Empfehlung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW), der viele Stiftungen folgen. Die Umschichtungsrücklage dient auch dazu, vorübergehende oder dauerhafte Wertverluste des Stiftungsvermögens aufzufangen und bilanziell abzubilden. Generell gilt, dass für Vermögensgegenstände, die dauerhaft im Wert gemindert sind, eine außerordentliche Abschreibung vorgenommen werden muss. Nach der Rechtsprechung des Bundesfinanzhofes (BFH)<sup>15</sup> ist von einer dauerhaften Wertminderung immer dann auszugehen, wenn der Börsenkurs am Bilanzstichtag mehr als 5 Prozent unter dem Einstandskurs liegt.

### Unsicherheit über Vermögensanlage verbreitet

Die Vermögensverwaltung von Stiftungen muss damit verschiedene rechtliche Vorgaben beachten. Innerhalb der beiden Prinzipien (1) ewiger Erhalt des Stiftungsvermögens und (2) Erzielung und zeitnahe Verwendung ausreichender Erträge hat ein Stiftungsvorstand prinzipiell einen (hohen) Ermessensspielraum, wie er verschiedene Anlageklassen kombiniert, um Rendite, Risiko und Liquidität in einem Gesamtportfolio auszutarieren.<sup>16</sup> Dies kann aber natürlich nur in den Grenzen geschehen, die der Stifterwille und die daraus erwachsende Satzung vorgeben.

Die Landesstiftungsgesetze konkretisieren die Grenzen der Anlagepolitik nicht weiter. Dies gilt auch im Hinblick auf die Frage, welches der beiden Prinzipien im Zweifel Vorrang zu genießen hat.

Der Ermessensspielraum sorgt jedoch umgekehrt für Unsicherheit, welche Anlagepolitik nicht mehr mit dem Gesetz zu vereinbaren ist. Gerade im Hinblick auf den Umfang eines

<sup>14</sup> Siehe jetzt und im folgenden Theuffel-Werhahn (2012).

<sup>15</sup> BFH 21.9.11, I R 89/10, DStR 12, 21,

<sup>16</sup> Siehe z.B. Hüttemann/Schön (2007), S. 65f.; Friedrich (2012), S. 264; Spiegel (2014), S. 25; Theuffel-Werhahn (2014), S. 26.

Engagements in Aktien und Aktienfonds als vermeintlich mit Unsicherheit behafteter Anlageformen bestehen diese Bedenken.

Dies wird dadurch gesteigert, dass auch die Stiftungsaufsichten im Hinblick auf die Aktienanlage jedenfalls faktisch Grenzen setzen. Auskünfte sind in der Regel von großer Risikoaversion gekennzeichnet.<sup>17</sup> Hinzu kommt, dass es – z.T. bedingt durch die verschiedenen Landesstiftungsgesetze – bundesweit keine einheitliche Praxis gibt, welche Vermögensstruktur bei Stiftungen generell als unproblematisch angesehen wird. Viele Stiftungsaufsichten tun sich jedoch aufgrund entsprechender Kommentarliteratur schwer damit, Aktienquoten oberhalb von 30 Prozent mitzutragen. Sie warnen Stiftungsvorstände stattdessen eher pauschal vor Haftungsrisiken einer (zu) riskanten Anlagestrategie.<sup>18</sup> Dass keine verbindlichen Aussagen getroffen werden, ist insofern nachvollziehbar, als die Stiftungsaufsichten gesetzlich nur zur Rechtsaufsicht, nicht aber zur Fachaufsicht über die Stiftungen legitimiert sind.

Diese Umstände begünstigen, dass sich Stiftungsvorstände mit etwaigen Haftungsrisiken aufgrund ihrer Anlageentscheidungen allein gelassen fühlen. Diese Risiken entstehen, weil es in der Verantwortung des Stiftungsvorstands liegt, das Vermögen der Stiftung und ihre Leistungsfähigkeit nicht aufs Spiel zu setzen. Es ist den Stiftungsvorständen daher unbedingt zu empfehlen, durch geeignete institutionelle Sicherungen dieser Verantwortung gerecht zu werden und auch gegenüber den Stiftungsaufsichtsbehörden das Verantwortungsbewusstsein für eine ausgewogene und der jeweiligen Situation der Stiftung angemessene Anlagepolitik zu demonstrieren. Entsprechende, auch in der Stiftungspraxis übliche institutionelle Vorkehrungen sind Anlagerichtlinien, Anlageausschüsse und Beratungsgremien. Dazu gehört aber auch eine Dokumentation der getroffenen Entscheidungen, insbesondere darüber, sich bzgl. möglicher Risiken abgesichert zu haben.

Auch wenn die faktischen Haftungsgefahren – gerade wenn solche Vorkehrungen bestehen – überschaubar sind<sup>19</sup>, ergeben sich solche aus der Schmälerung des Grundstockvermögens, nicht aber wegen entgangener Gewinne. Eine Anlagepolitik, die Aktien (eher) meidet, wird dadurch begünstigt.<sup>20</sup> Im Zweifel handeln die Stiftungsorgane daher nach dem Grundsatz „Sicherheit vor Rendite“<sup>21</sup>, obwohl ihnen rechtlich letztlich nur die ertraglose oder rein spekulative Vermögensanlage verboten sind. Aus rechtlicher Perspektive wird z.T. sogar umgekehrt argumentiert, dass im Zweifel das Ziel der Erfüllung des Stiftungszwecks – also die Rendite – dem (kurzfristigen) Erhalt des Vermögens – also der Sicherheit – vorgeht.<sup>22</sup> Folgt man dieser Auffassung, kommt der Pflicht des Stiftungsvorstandes, nichtrentierliche Anlagen zu meiden, eine weit höhere Bedeutung zu.

<sup>17</sup> Siehe Theuffel-Werhahn (2014), S. 27.

<sup>18</sup> Diese Erfahrungswerte wurden dem Deutschen Aktieninstitut vom Auftraggeber dieser Untersuchung mitgeteilt. Eine ähnliche Aussage findet sich im Kommentar zum Baden-Württembergischen Stiftungsgesetz. Danach geht „die konservative Anlagestrategie ... davon aus, dass höchstens ein Drittel in Anlagen mit Verlustrisiko investiert werden sollte“ (siehe Bruns 2010, S. 86). Auch Sobotta/von Cube (2010), S. 2085f. argumentieren im Ergebnis so.

<sup>19</sup> Als illustratives Beispiel mag ein umstrittenes Urteil des OLG Oldenburg vom 8.11.2013 dienen. Danach wurde der Vorstand einer Stiftung zu Schadensersatz verurteilt, u.a. weil er das Stiftungsvermögen zu einem hohen Prozentsatz in Aktien investiert hatte. Allerdings spielten bei der Urteilsfindung vor allem interne Defizite bei der Abstimmung der Anlagepolitik und der Kontrolle des Stiftungsvorstandes eine entscheidende Rolle. Haftungsgefahren müssen daher immer auch vor dem Hintergrund etwaiger Mängel in der Governance der Stiftung bewertet werden. Siehe ausführlich Theuffel-Werhahn (2014); Graewe (2014).

<sup>20</sup> Siehe Schindler (2003), S. 298f.

<sup>21</sup> Siehe Schauhoff (2010), S. 183, die diesen Grundsatz so explizit formuliert, aber gleichzeitig ebenfalls die Ermessensspielräume in den Vordergrund rückt.

<sup>22</sup> Im Ergebnis ähnlich Hüttemann/Schön (2007), S. 66f.

**Fazit:**

Die rechtlichen Rahmenbedingungen für Stiftungen sind im Hinblick auf die Vermögensanlage sehr allgemein gehalten. Stiftungsvorstände haben dadurch in den von Stifterwillen und Satzung gesetzten Grenzen ein großes Ermessen, mit welcher Anlagestrategie sie die konkurrierenden Ziele Rendite, Liquidität und Sicherheit in Einklang bringen. Signifikante Aktienengagements auch oberhalb der oft als „magisch“ empfundenen Grenze von 30 Prozent sind damit gesetzlich nicht ausgeschlossen.

Gleichwohl führt diese grundsätzliche Unbestimmtheit zu Unsicherheiten bei Stiftungsvorständen und Stiftungsaufsichten, wodurch eine rechtliche Grauzone in Bezug auf die Grenzen der Anlagestrategie von Stiftungen entsteht. Um allfällige Haftungsrisiken zu vermeiden, wird daher vielfach zu einer sehr konservativen Anlagestrategie gegriffen, bei der festverzinsliche Anlagen den Schwerpunkt der Anlage bilden und Aktien allenfalls einen geringen Anteil am Gesamtvermögen bilden.

## 2. Aktienanlage versus Rentenanlage

Im ersten Kapitel wurde dargelegt, dass das Stiftungsrecht im Grunde keine gesetzlichen Vorgaben macht, wie die Vermögensstruktur einer Stiftung beschaffen sein muss. Dennoch herrscht vielerorts faktisch eine tiefe Skepsis, zumindest eine weitreichende Unsicherheit gegenüber der Aktienanlage, was zu einer deutlichen Übergewichtung festverzinslicher Anlagen in Relation zu Aktien im Stiftungsvermögen führt.

Dieses Kapitel untersucht, inwieweit diese Skepsis gegenüber der Aktienanlage ökonomisch gerechtfertigt ist.

### 2.1 EIGENSCHAFTEN DER AKTIENANLAGE

#### Aktien bergen größere Risiken als Renten – kurzfristig

Generell haben Aktien und Anleihen unterschiedliche Grundcharakteristika:

- **Anleihen** versprechen wegen ihrer i.d.R. laufenden Verzinsung einen planbaren jährlichen Ertrag in Form einer in den konkreten Bedingungen der Anleihe bestimmten Zinszahlung. Unter der Voraussetzung einer ausreichenden Kreditwürdigkeit der Anleiheemittenten sind das Risiko eines Totalausfalls, das Risiko ausbleibender Zinszahlungen und das Risiko deutlicher Kursschwankungen begrenzt. Anleihen haben i.d.R. eine definierte Laufzeit, nach der bei Zahlungsfähigkeit des Emittenten eine Rückzahlung zu 100 Prozent des Nennwertes erfolgt. Wenn Stiftungen Anleihen bis zur Endfälligkeit halten, ist das vorübergehende Kursrisiko praktisch begrenzt.

Das entscheidende Kriterium aus Perspektive des Stiftungsmanagements ist dabei sicherlich die Planbarkeit: Aus dem Investment in Anleihen lässt sich relativ zuverlässig der künftige Zahlungsstrom, bestehend aus Zinszahlungen und der Rückzahlung des investierten Kapitals, ableiten und der mögliche Ausgabenrahmen einer Stiftung bestimmen. Außerdem lässt sich relativ gut abschätzen, welchen Anteil der laufenden Rendite ein Stiftungsvorstand in die Rücklagen einstellen muss, um bei einer gegebenen Inflationsrate den realen Erhalt des Kapitals zu gewährleisten – vorausgesetzt, die laufende Verzinsung liegt über der aktuellen Inflationsrate. Allerdings haben Anleihen wegen ihrer begrenzten Laufzeit auch ein inhärentes Wiederanlagerisiko, wenn der Zinssatz einer zurückgezahlten Anleihe (deutlich) über dem Marktzins für Anleihen in der Neuanlage liegt. Gerade Stiftungen, die typischerweise mit einem sehr langfristigen Horizont operieren, sollten dieses Problem im Blick behalten.

- **Aktien** haben eine unbegrenzte Laufzeit, weil sie einen Anteil am Eigenkapital des betroffenen Unternehmens verbrieft. Der Ertrag einer Aktienanlage setzt sich aus Dividenden und Kursgewinnen zusammen. Die Kurse von Aktien schwanken allerdings gewöhnlich kurzfristig stärker als die Kurse von Anleihen. Auch sind Dividenden anders als üblicherweise Zinszahlungen von Anleihen nicht fest definiert und können ebenfalls schwanken. Inwieweit dies der Fall ist, hängt von der Ertragssituation und der Dividendenpolitik der jeweiligen Aktiengesellschaft ab. Dividendenstarke Aktientitel sind

dabei nicht unter allen Umständen, d.h. unter Berücksichtigung von Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen, die chancenreicheren Aktien. Wachstumsstarke Unternehmen schütten oftmals wenig oder keine Dividenden aus (Apple ist ein viel zitiertes Beispiel für ein Unternehmen, das jahrelang keine Dividenden ausgeschüttet hat), da sie ihre Gewinne im eigenen Unternehmen zur Finanzierung des Wachstums nutzen. Hierbei profitiert der Anleger nicht von Dividenden, sondern von überdurchschnittlichen Kurserträgen. Andererseits sind höhere Dividendenausschüttungen – wenn sie nicht aus der Substanz, d.h. aus früher thesaurierten Gewinnen erfolgen – auch oftmals ein Zeichen der besonderen aktuellen Ertragsstärke eines Unternehmens, die sich wiederum ebenfalls in höheren Kursgewinnen ausdrückt. Weiterhin haben kurzfristig unternehmensexterne Faktoren – z.B. die Marktzinsentwicklung oder politische Entwicklungen – Einfluss auf die Aktienkurse. Insgesamt sind Erträge von Aktien daher kurzfristig weniger planbar. Wegen der Abhängigkeit von der Ertragsentwicklung der Unternehmen sind sie aber auch nicht völlig ungewiss. Unter dem Strich birgt die Aktie jedoch kurzfristig ein Zusatzrisiko gegenüber festverzinslichen Anlagen.

Sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen ist zu unterscheiden, ob eine einzelne Aktie oder eine einzelne Anleihe oder ein diversifiziertes Portfolio aus vielen Aktien oder Anleihen betrachtet wird. Naturgemäß ist die Anlage in ein einzelnes Wertpapier für sich genommen immer riskanter, denn die Erträge hängen von der Entwicklung eines einzelnen Unternehmens (bei der Aktie) oder eines einzelnen öffentlichen oder privaten Schuldners (bei Anleihen) ab. Die Risiken eines Investments in einzelne Wertpapiere lassen sich aber durch Diversifizierung reduzieren, indem man in viele unterschiedliche Papiere gleichzeitig investiert, deren Wertentwicklung möglichst wenig gleichläufig (korreliert) ist. Wenn also im Folgenden von einem Aktien- oder Renteninvestment gesprochen wird, ist grundsätzlich immer eine breit gestreute Anlage gemeint, bei der das Risiko der Einzelanlage („unsystematisches Risiko“) durch ausreichende Diversifikation deutlich gemindert ist. Die nachfolgenden Aussagen zu Chancen und Risiken beziehen sich damit immer auf die gesamten Anlageklassen „Aktien“ und „Renten“ („systematisches Risiko“).

Als „Idealtypen“ dieser Anlageklassen wird für Aktien die Ertragsentwicklung des Indexes DAX herangezogen, d.h. die Aktien der 30 größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland. Der DAX gilt als „Benchmark“ für viele Portfoliomanager und kann auch dem Stiftungsvorstand eine gute Orientierung für die Auswahl der Einzelaktien geben. Es kann aber ebenfalls sinnvoll sein, in Aktien von Unternehmen zu investieren, die (noch) nicht im DAX vertreten sind. So können bspw. kleinere oder jüngere Unternehmen über ein größeres Wachstumspotenzial verfügen, was aber auch meist mit einer höheren Volatilität einhergeht. Wenn der Stiftungsvorstand sich die Wahl von Einzelaktien nicht zutraut oder den zusätzlichen Aufwand scheut, ist die Anlage in breit streuende Aktienfonds sinnvoll, die entweder einen Index wie den DAX vollständig widerspiegeln (dies ist bei so genannten Indexfonds<sup>23</sup> der Fall) oder in Aktienfonds, bei denen der Fondsmanager einen bestimmten Index (wie bspw. den DAX) als Benchmark nutzt.

---

<sup>23</sup> Beabsichtigt ein Stiftungsmanagement den DAX durch ein Investment in Einzelaktien nachzubilden, dann muss es das Problem des „Survivorship Bias“ managen. Hierunter versteht man den Effekt, dass ein Aktienindex nicht über eine konstante Zusammensetzung verfügt, sondern erfolgreiche Unternehmen in den Index aufsteigen und weniger erfolgreiche absteigen, so dass die Gesamtperformance des Index theoretisch über der Performance eines zufällig ausgewählten Aktienportfolios liegen kann. Der Austausch von Aktien im Portfolio der Stiftung, um den Index zu replizieren, verursacht (vergleichsweise geringe) Transaktionskosten, die in Rechnung gestellt werden. Durch das Investment in Indexfonds kann diese Umschichtung vermieden werden.

Als „Idealtyp“ für die Berechnung der Renditen festverzinslicher Wertpapiere wird im Folgenden der REXP herangezogen, der die Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen widerspiegelt. Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass Stiftungen i.d.R. in festverzinsliche Wertpapiere hoher Bonität investieren, z.B. in Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland.<sup>24</sup>

## Langfristig höhere Renditen bei Aktien: Die Aktienrisikoprämie

Das kurz- und mittelfristige Risiko von Wertschwankungen der Anlageklasse Aktie ist der Grund, warum diese herkömmlich als besonders riskante Anlageform gilt. Das höhere Kurzfristrisiko ist aber nur eine Seite der Medaille, denn Investoren lassen sich das Risiko in Form einer langfristig besseren Rendite „bezahlen“.

Die Finanztheorie spricht von der Aktienrisikoprämie (Equity Risk Premium). Die empirische Kapitalmarktforschung zur Höhe dieser Risikoprämie kommt je nach Methodik und betrachtetem Zeitraum auf unterschiedliche historische Renditevorsprünge der Aktie gegenüber (risikolosen) Staatsanleihen.<sup>25</sup> Die Ergebnisse der Studien sollte man daher nicht als „Naturgesetz“ in dem Sinne interpretieren, dass die Aktienanlage in jedem einzelnen Jahr oder über jeden vorab definierten Zeitraum eine fest bestimmbare Mehrrendite garantiert. Solche Aussagen scheitern schon daran, dass die Entwicklung in der Zukunft unsicher ist und daher Vergangenheitsdaten nicht ohne weiteres extrapoliert werden können. Dennoch geben die vorliegenden Studien einen einigermaßen verlässlichen Eindruck, welcher Renditevorsprung der Aktie realistisch ist.

Vor allem aber demonstrieren die vorliegenden Studien, dass in der langen Frist grundsätzlich ein Renditevorsprung der Aktie gegenüber festverzinslichen Anlagen existiert. Ob dieser grundsätzliche Renditevorsprung ausreicht, risikoaverse Anleger, z.B. Stiftungsvorstände, trotzdem zur Aktienanlage eines Teils des Portfolios zu bewegen, ist eine andere Frage. Diese Entscheidung lässt sich aber nur dann verantwortlich treffen, wenn der jeweilige Anleger über das konkrete Chancen-Risiken-Profil der Anlagealternativen ausreichend informiert ist und nicht auf der Basis von Vermutungen oder Vorurteilen gegenüber einzelnen Anlageformen agiert.

Eine sehr umfangreiche Vergleichsstudie zur Rendite verschiedener Assetklassen stammt von Dimson/March/Stauton (2011). Sie enthält historische Renditeuntersuchungen für die Aktie sowie Renditevergleiche mit US-Staatsanleihen für 19 Länder. Betrachtet wird der Zeitraum von 1900 bis 2010, wobei die Renditen um die Inflationsrate bereinigt, also reale Renditen betrachtet werden. Die Berechnung erfolgt aus Perspektive eines US-Investors, weshalb als Vergleichsmaßstab US-Staatsanleihen herangezogen werden.

Tabelle 1 gibt die Kernergebnisse dieser Untersuchung wieder. Danach lag die durchschnittliche reale Aktienrendite für den US-Aktienmarkt bei 6,3 Prozent p.a., für Deutschland bei 3,1 Prozent, europaweit bei 4,8 Prozent und weltweit bei 5,5 Prozent (siehe erste Spalte):

<sup>24</sup> DAX und REXP werden im weiteren Verlauf der Studie noch mehrfach als illustratives (!) Beispiel herangezogen, weil sie für den deutschen Markt langfristige Vergleiche mit einer kontinuierlichen Datenbasis erlauben.

<sup>25</sup> Siehe Fernandez (2013), Goetzmann/Ibbotson (2005), jeweils mit zahlreichen weiteren Nachweisen.

Land	Durchschnittliche Jahresrendite (geom. Mittel)	Schlechteste Jahresrendite	Schlechtestes Jahr	Beste Jahresrendite	Bestes Jahr	Mehrendite der Aktienanlage (Aktienrisikoprämie)
Australien	7,4	-42,5	2008	51,5	1983	5,9
Belgien	2,5	-57,1	2008	109,5	1940	2,6
Kanada	5,9	-33,8	2008	55,2	1933	3,7
Dänemark	5,1	-49,2	2008	107,8	1983	2,0
Finnland	5,4	-60,8	1918	161,7	1999	5,6
Frankreich	3,1	-42,7	2008	66,1	1954	3,2
Deutschland	<b>3,1</b>	-90,8	1948	154,6	1949	<b>5,4</b>
Irland	3,8	-65,4	2008	68,4	1977	2,9
Italien	2,0	-72,9	1945	120,7	1946	3,7
Japan	3,8	-85,5	1946	121,1	1952	5,0
Niederlande	5,0	-50,4	2008	101,6	1940	3,5
Neuseeland	5,8	-54,7	1987	105,3	1983	3,8
Norwegen	4,2	-53,6	2008	166,9	1979	2,5
Süd Afrika	7,3	-52,2	1920	102,9	1933	5,5
Spanien	3,6	-43,3	1977	99,4	1986	2,3
Schweden	6,3	-43,6	1918	89,8	1905	3,8
Schweiz	4,2	-37,8	1974	59,4	1922	2,1
Großbritannien	5,3	-57,1	1974	96,7	1975	3,9
USA	<b>6,3</b>	-37,6	1931	56,3	1933	<b>4,4</b>
Europa	<b>4,8</b>	-46,6	2008	76,0	1933	<b>3,9</b>
Welt ex-USA	5,0	-43,3	2008	79,3	1933	3,8
Welt	<b>5,5</b>	-40,4	2008	69,9	1933	<b>3,8</b>

Tabelle 1: Reale Aktienrenditen und Aktienrisikoprämien von 1900 bis 2010 nach Dimson/March/Stauton (2011) (in Prozent)

Wichtiger ist jedoch der historische Renditevorsprung der Aktie gegenüber der Staatsanleihe (siehe letzte Spalte). Dieser lag für den US-Markt bei 4,4 Prozent, in Deutschland bei 5,4 Prozent, in Europa bei 3,9 Prozent und weltweit bei 3,8 Prozent. In einer etwas anders angelegten Studie kommen Doole/Renelleau/Seville (2007) für den Weltaktienmarkt auf eine ähnliche Größenordnung von 2,5 bis 3 Prozent.

Rückblickende Renditevergleiche verschiedener Assetklassen hängen selbstverständlich stets vom betrachteten Zeitraum ab. Allerdings besteht ein Zusammenhang zwischen der Länge des betrachteten Zeitraums und dem Ergebnis: je länger der Anlagehorizont, desto wahrscheinlicher ist die Aktienanlage rentabler als die Anlage in Rentenpapieren. Gerade in der kurzen Frist lassen sich zahlreiche Zeiträume finden, in denen die Anlage in festverzinsliche Papiere rentabler gewesen wäre. Je länger der betrachtete Anlagehorizont wird, desto stärker wirkt sich die höhere Durchschnittsrendite der Aktienanlage aus und desto höher wird der Anteil der Zeiträume, in denen die Aktienanlage rentabler war als die Anlage in festverzinsliche Papiere.



## Höhere Renditen der Aktienanlage: ein illustratives Beispiel für den deutschen Markt

Die Kernaussagen, die sich aus den o.g. umfangreichen Renditevergleichsstudien ableiten lassen, lassen sich anschaulich anhand eines Renditevergleichs für den deutschen Markt demonstrieren. Dazu wird auf die Entwicklung des DAX-Performance-Index (DAX) und des REX-Performance-Index (REXP) für den Zeitraum 1967 bis 2014 zurückgegriffen, deren Verlauf Abbildung 1 wiedergibt.

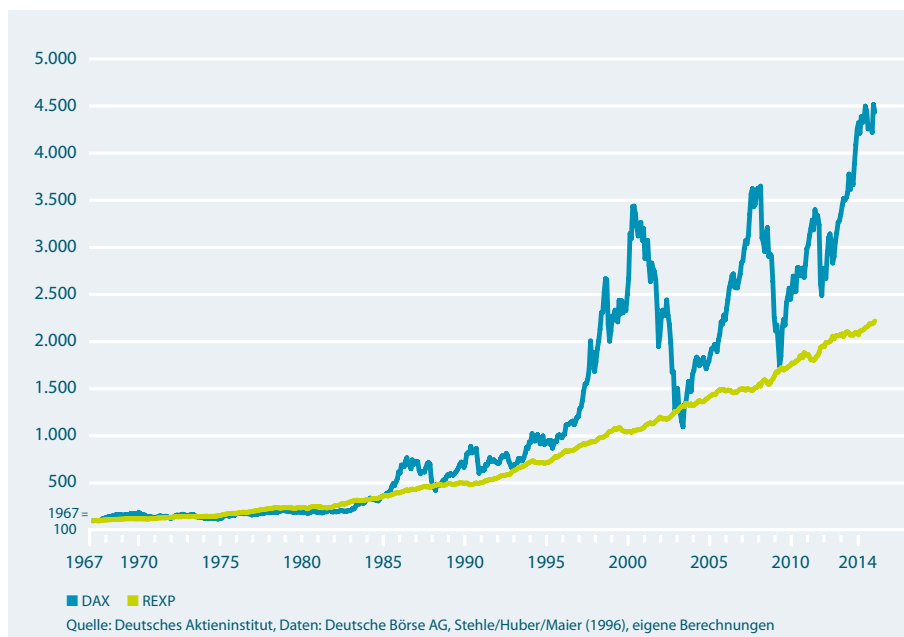


Abbildung 1: Langfristige Entwicklung von Renten- und Aktienanlage in Deutschland (DAX vs. REXP, mit Wiederanlage von Dividenden oder Zinsen)

Bezogen auf den DAX wird die Rendite deutscher Standardaktien unter der Annahme dargestellt, dass sämtliche Dividenden in die Aktien des Index reinvestiert werden.<sup>26</sup> Der REX-Performance-Index (REXP)<sup>27</sup> ist das Pendant für ein (synthetisches) Portfolio deutscher Staatsanleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten. Auch hier wird davon ausgegangen, dass erhaltene Zinszahlungen in den Index reinvestiert worden sind. Ebenfalls gehen Kurschwankungen in die Berechnung des Index ein. Diese spielen jedoch eine etwas geringere Rolle, da Kursschwankungen von festverzinslichen Wertpapieren relativ gering ausfallen.

Man erkennt unmittelbar, dass der DAX entsprechend des höheren Aktienrisikos größeren kurz- und durchaus auch mittelfristigen Schwankungen unterliegt. Die Kurve beschreibt jedoch langfristig einen stärkeren positiven Trend, um den sich die Schwankungen bewegen, als dies beim REXP der Fall ist. Übertreibungen von Aktienkursen/-renditen in die eine

<sup>26</sup> Der DAX enthält die 30 nach Marktkapitalisierung und Börsenumsatz größten deutschen Aktiengesellschaften. Für die Aufnahme und das Ausscheiden werden dabei von der Deutsche Börse AG feste Regeln definiert. Erstes Berechnungsdatum des DAX war der 31.12.1987 mit einem Startwert von 1.000 Punkten (siehe Deutsche Börse 2014). Die Zeit vor 1967 folgt einer methodengetreuen Rückrechnung durch Prof. Dr. Richard Stehle. Siehe hierzu Stehle/Huber/Maier (1996).

<sup>27</sup> Siehe hierzu Deutsche Börse (2011).

oder andere Richtung kommen regelmäßig vor, werden jedoch mittelfristig durch fundamentale Bewertungen korrigiert.

Unmittelbare Konsequenz ist, dass sich das Risiko von Aktien langfristig relativiert. **Für den langfristigen Anlageerfolg sind nicht die kurzfristigen Schwankungen ausschlaggebend, sondern der langfristige Aufwärtstrend.** Durch die höhere Langfristrendite von Aktien lassen sich damit im statistischen Durchschnitt deutlich größere Endvermögen oder – was für Stiftungen relevant ist – zur Erfüllung des Stiftungszwecks höhere verwendbare Erträge erzielen. Dies kommt dem langfristigen Charakter der Anlagepolitik von Stiftungen entgegen.

Es liegt im Wesen historischer Renditevergleichsstudien, dass Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt aus der Aktienanlage deren Rendite deutlich stärker beeinflussen als bei der Rentenanlage. Deshalb lassen sich weder zum Aktienrisiko noch zur Aktienrendite für alle denkbaren Zeiträume absolut zutreffende Aussagen treffen. Möglich sind dagegen Aussagen, die auf in der Vergangenheit gewonnenen Erfahrungen beruhen.

Abbildung 2 verdeutlicht die Renditeeigenschaften für den deutschen Aktienmarkt daher auf etwas andere Art und Weise. Basis sind die Jahresendstände des DAX-Performance-Index seit 1967. Abgetragen sind im oberen Teil die maximalen, im unteren die minimalen jährlichen Renditen einer Aktienanlage im DAX über bestimmte gleich lange Anlagehorizonte. Die grüne Linie beschreibt dabei die Maximalrenditen p.a., die dunkelrote die Minimalrenditen p.a. Betrachtet man alle 47 möglichen Ein-Jahreszeiträume, so liegt die beste Jahresrendite bei rund 85 Prozent (im Jahr 1985), während der höchste Jahresverlust bei rund 43 Prozent (im Jahr 2002) lag.

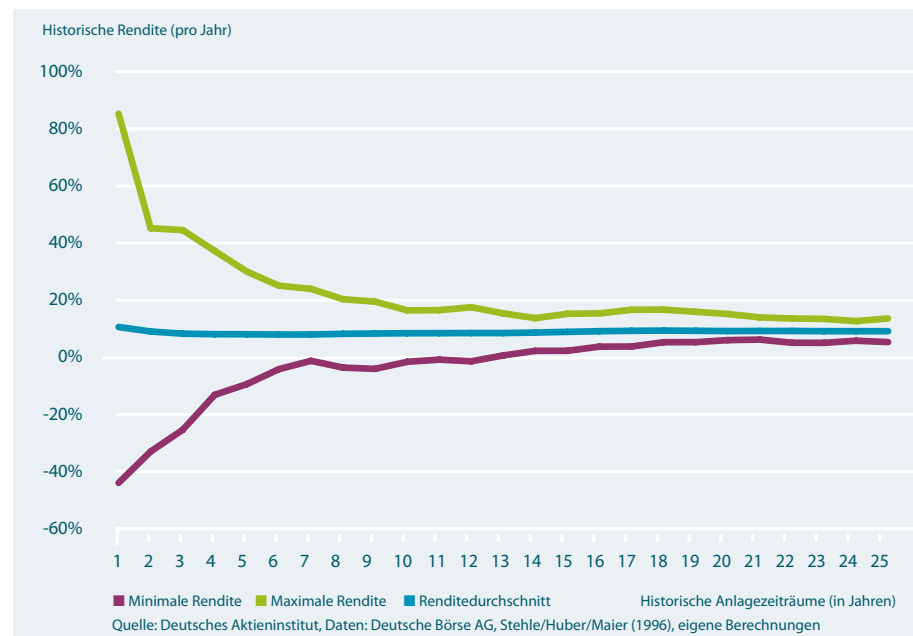


Abbildung 2: Historische Renditen am deutschen Aktienmarkt gemessen am DAX seit 1967 (in Abhängigkeit vom Anlagehorizont)

Wer also bei Aktien in der Vergangenheit einen langen Atem behalten hatte, konnte zwischenzeitliche Buchverluste ausgleichen und insgesamt mit einer positiven Rendite rechnen. Ab ca. 20 Jahren Anlagehorizont pendelte sich dabei die jährliche Durchschnittsrendite in Abhängigkeit vom Einstiegszeitpunkt zwischen gut 5 und fast 15 Prozent in den beiden Extremen ein. Im Mittel lag sie am deutschen Aktienmarkt bei rund 9 Prozent. Im Vergleich dazu lag die Rendite im REXP – also im Rentenmarkt – bei ca. 7 Prozent. Dies entspricht einer Risikoprämie für Aktien von ca. 2 Prozent.

Das bedeutet jedoch nicht, dass diese Aktienrisikoprämie in jedem beliebigen Zeitraum zu erwirtschaften gewesen wäre oder dass die Aktie die Rente in jedem beliebigen Zeitraum geschlagen hätte. Tatsächlich gibt es sowohl in der Ein-Jahresperspektive als auch in längerfristigen Perspektiven sowohl Phasen, in denen die Aktie mehr Rendite erbracht hat als auch solche, in denen festverzinsliche Wertpapiere rentabler waren.

In der Zeit zwischen 1967 und 2014 gab es 28 verschiedene 20-Jahreszeiträume. In 24 dieser Zeiträume lag die Aktienanlage vorn, in 4 die Rentenanlage. Rückblickend betrug damit die Wahrscheinlichkeit, mit der Aktie eine höhere Performance zu erzielen als mit der Rente, etwa 86 Prozent. Abbildung 3 fasst dies für andere Anlagezeiträume zusammen. Man erkennt zudem, dass die Wahrscheinlichkeit, mit der Aktie die Rentenanlage zu überbieten, mit längeren Anlagehorizonten tendenziell zunimmt.



Abbildung 3: Historische Wahrscheinlichkeit, mit der Aktienanlage höhere Renditen zu erzielen als mit der Rentenanlage (DAX vs. REXP, 1967 bis 2014)

Auch die für das Stiftungsmanagement wichtige Frage, ob und inwieweit Aktien absolute Verlustrisiken bergen, lässt sich letztlich nur auf Grundlage von Erfahrungswerten aus der Vergangenheit beantworten. Dies visualisiert Abbildung 4. Sie zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit, mit einem Aktieninvestment in die Verlustzone zu geraten, in der Vergangenheit langfristig beherrschbar war: Man erkennt, dass die Verlustwahrscheinlichkeit von Aktienanlagen mit zunehmender Anlagedauer signifikant abgenommen hat. Während bei einer einjährigen Aktienanlage etwa in jedem dritten bis vierten Jahr ein Verlust eintrat (28 Pro-

zent), stand bei nur noch in zwei von 38 historischen 10-Jahresperioden ein Minus unter dem Strich (5 Prozent).

Bei einem Anlagehorizont von über 10 Jahren verschwand das Risiko von Verlusten im historischen Rückblick – wie oben bereits angedeutet – quasi vollständig. Gleiches gilt für die Wahrscheinlichkeit extrem niedriger Renditen, die zwar Verluste vermeiden, aber keinen realen Kapitalschutz gewährleisten, weil sie unterhalb der Inflationsrate liegen (braune Balkenabschnitte). Diese lag für Deutschland im betrachteten Zeitraum bei rund 2,6 Prozent pro Jahr.

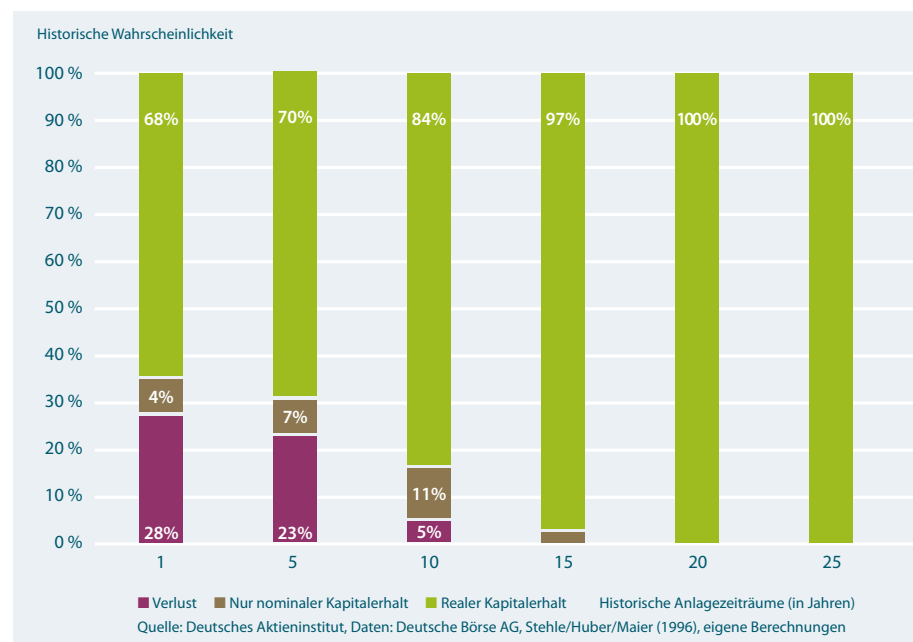


Abbildung 4: Historische Verlustwahrscheinlichkeit und Kapitalerhalt mit Aktien des DAX in Abhängigkeit vom Anlagehorizont (Kursentwicklung und Dividenden) seit 1967

## Eigenschaften der Aktienanlage ohne Dividenden

Die bisherige Analyse erfolgte unter der Annahme, dass die Geldanlage unabhängig davon bewertet wird, ob die Rendite aus einer Veränderung der Kurse oder aus einem laufenden Ertrag gespeist wird.

Für die Anlagepolitik von Stiftungen ist dieser Unterschied jedoch wegen der Trennung der Vermögens- und Ertragssphäre in der Praxis wichtig. Während Zinsen und Dividenden bis auf die Einstellung in die freie Rücklage sofort ausgeschüttet werden müssen, verbleiben Schwankungen der Preise eines Vermögensstocks grundsätzlich in der Vermögenssphäre, zumindest bis zur Realisierung der Kursgewinne. Für Stiftungen ist daher in der praktischen Anlagepolitik auch die Frage interessant, wie sich dieser Anteil des Vermögens verhält.

Bei festverzinslichen Wertpapieren ist die Frage relativ einfach zu beantworten. Da diese am Ende der Laufzeit zum Nominalwert zurückgezahlt werden, ist der nominale Kapitalschutz immer gewährt, solange die Anleihe zum Nominalwert gekauft wird und der Schuldner der Anleihe vollständig bedient. Realer Kapitalschutz lässt sich dagegen mit einer Rentenanlage nur dann erreichen, wenn nicht alle laufenden Erträge für den

Stiftungszweck verwendet werden, sondern Teile des laufenden Ertrags in die zulässige Rücklage eingestellt werden. Da diese Rücklagenbildung auf ein Drittel des jeweiligen Jahresüberschusses begrenzt ist, müssen die laufenden Erträge einer Rentenanlage dem Dreifachen der Inflationsrate entsprechen, um allein aus einem Rentenportfolio Kapitalchutz zu gewährleisten (siehe hierzu auch Kap. 3).

Bei Aktien ist die Antwort schwieriger, denn die Gesamrendite von Aktien lässt sich nicht ohne weiteres in ihre Bestandteile „zerlegen“, weil es dazu historisch häufig an einer verlässlichen Datenbasis fehlt. Da der DAX aber auch als reiner Kursindex berechnet wird, kann die Dividendenrendite aus der Differenz der jeweiligen Indexwerte zumindest näherungsweise (!) bestimmt werden. Die Analyse kann zumindest für den deutschen Markt nur auf eine kürzere Historie zurückgreifen, da der DAX als reiner Kursindex erst seit 1988 berechnet wird.<sup>28</sup>

Abbildung 5 gibt den Verlauf des Kurs-DAX (ohne Wiederanlage der Dividenden) im Vergleich zum Performance-DAX (mit Wiederanlage der Dividenden) wieder. Es ist deutlich zu erkennen, dass ein nennenswerter Anteil der Gesamtperformance des Aktienmarktes auf die Dividendenzahlungen entfällt.

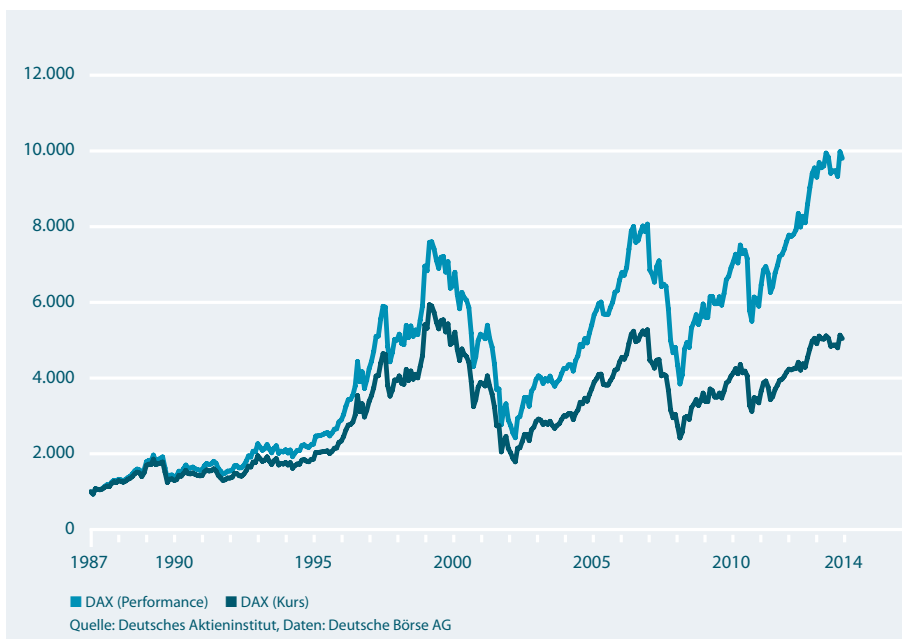


Abbildung 5: DAX-Performance- versus DAX-Kurs-Index

<sup>28</sup> Die Aussagen in diesem Abschnitt basieren daher auf einem anderen Analysezeitraum als die Aussagen zuvor. Die Vergleichbarkeit ist dadurch nicht gegeben.

Abbildung 6 stellt die beiden Renditebestandteile Kursveränderung und Dividende getrennt dar.

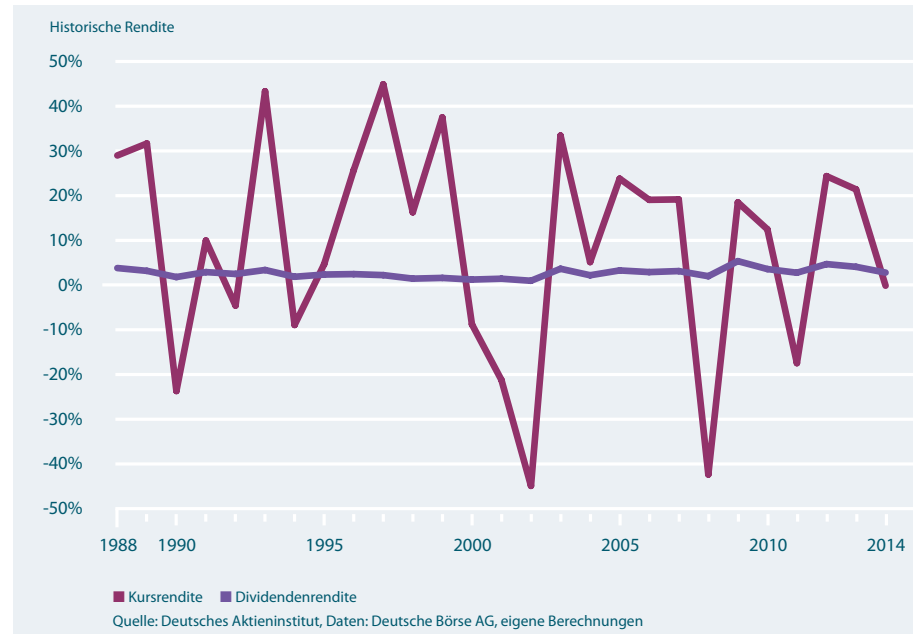


Abbildung 6: Historische Kurs- und Dividendenrenditen im DAX seit 1987

Die reine Kursrendite schwankte seit 1987 zwischen +44,9 Prozent (1997) und -44,9 Prozent (2002), im Durchschnitt lag sie bei +6,2 Prozent. Die Dividendenrendite lag dagegen rechnerisch in einem Band zwischen rund 1 Prozent (2002) und 5,4 Prozent (2009), im Schnitt bei 2,7 Prozent. Sie war damit zwar ebenfalls Schwankungen unterworfen, aber – wie oben angedeutet – auch nicht völlig unvorhersehbar.<sup>29</sup>

Die Aussage, dass in einem längeren Anlagezeitraum das Aktienrisiko beherrschbar ist, gilt auch dann noch, wenn allein auf die Kursentwicklung abgestellt wird (siehe Abbildung 7). Auch hier nähern sich die Extremrenditen bei zunehmender Anlagedauer deutlich an: Unter allen auswertbaren Fünf-Jahreszeiträumen zwischen 1987 und 2014 ist der schlechteste die Zeit von 1999 bis 2004 mit einem durchschnittlichen Kursverlust von fast 11 Prozent pro Jahr, der beste dagegen die Spanne von 1994 bis 1999 mit einem jährlichen Kursplus von fast 25 Prozent. In der 15-Jahresfrist liegen die Extreme aus der reinen Kursentwicklung bei plus 9,4 Prozent pro Jahr (1992 bis 2007) und knapp unter 0,0 Prozent (1999 bis 2014).

Bei isolierter Betrachtung der Kursbewegungen ist das Risiko von Kapitalverlusten naturgemäß größer, da der durchweg positive Beitrag der Dividenden fehlt. Entsprechend verschiebt sich der Zeitpunkt, ab dem man in der Vergangenheit allein aus der Kursentwicklung nominalen und realen Kapitalschutz am deutschen Aktienmarkt erzielen konnte, im Vergleich zur Betrachtung mit Dividenden nach hinten (siehe Abbildung 8). Nominalen Kapitalschutz konnte man bei reiner Betrachtung der Kursentwicklung ab einem Anlagehorizont von 16 Jahren erzielen, für den Kapitalschutz unter Einrechnung der Inflationsrate bedurfte es 18 Jahre.

<sup>29</sup> Die Schwankungen der Dividendenrendite ergeben sich zu einem großen Teil nicht aus Schwankungen des absolut ausgeschütteten Betrages, sondern aus Schwankungen der zweiten in die Berechnung der Dividendenrendite eingehenden Größe, des Kursniveaus. So ist die niedrige Dividendenrendite des Jahres 2001 nicht auf Dividendenausfälle, sondern auf den hohen Stand des DAX in diesem Jahr zurückzuführen. Eine Betrachtung der absoluten jährlichen Ausschüttungssumme z.B. der DAX-Unternehmen ergibt demgegenüber eine gleichmäßigere Entwicklung.

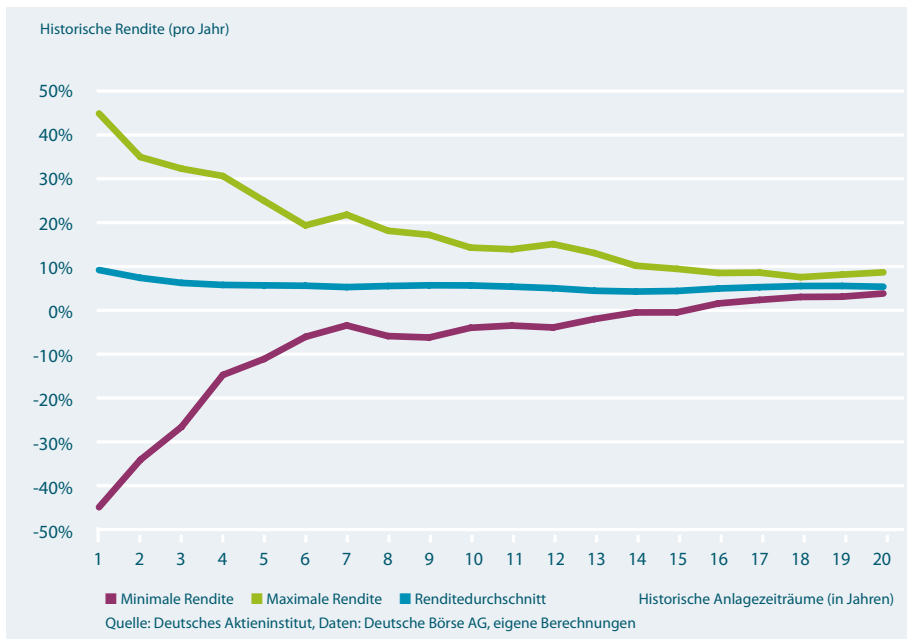


Abbildung 7: Kursrenditen am deutschen Aktienmarkt gemessen am DAX seit 1987 in Abhängigkeit vom Anlagehorizont

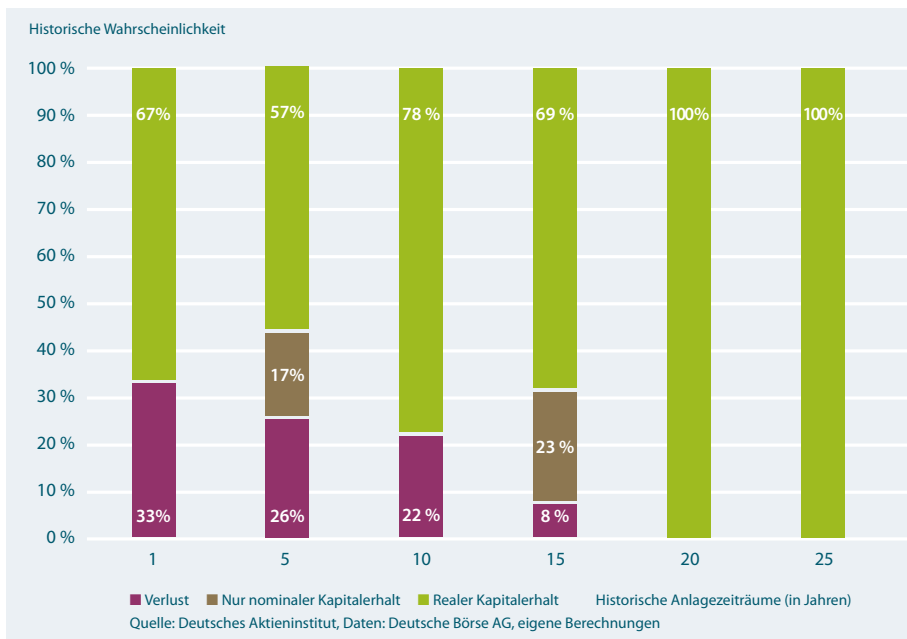


Abbildung 8: Historische Verlustwahrscheinlichkeit und Kapitalerhalt im DAX bei reiner Kursbetrachtung in Abhängigkeit vom Anlagehorizont (seit 1987)

**Insgesamt** zeigen sowohl die Langfristuntersuchungen der Weltaktienmärkte als auch die in diesem Kapitel gelieferte Illustration für den deutschen Aktienmarkt, dass die Aktienanlage zwei zentrale Eigenschaften hat:

- Kurz- und mittelfristig weisen Aktien im Vergleich zu Anlagen in Staatsanleihen ein signifikant höheres Risiko in Form von Kurs- und Dividendenschwankungen auf, so dass (Buch-) Verluste bei Aktienvermögen auftreten können. Auch (vorübergehende) größere Buchverluste können in Abhängigkeit vom Einstiegszeitpunkt nicht ausgeschlossen werden.
- Dieses Risiko relativiert sich in der langfristigen Perspektive, denn hier tritt der langfristige Renditevorsprung von Aktien gegenüber Anlagen in festverzinslichen Anlagen stärker in den Vordergrund. Zwar lassen sich vergangenheitsbezogene Aussagen nicht ohne weiteres in die Zukunft fortschreiben. Dennoch ist es sicher nicht völlig verfehlt, auch in Zukunft einen Renditevorsprung der Aktie gegenüber der Rente von 2 bis 4 Prozent anzunehmen.

Solange ein langfristiger Renditevorteil besteht, lässt sich das Risiko kurz- und mittelfristiger Kurs- und Dividendenschwankungen durch einen „langen Atem“ bei der Geldanlage beherrschen. Für das Management eines Stiftungsvermögens bedeutet das letztlich, dass ein hoher Aktienanteil die Ertragskraft und damit das Fördervolumen einer Stiftung steigern kann, ohne mit wesentlichen zusätzlichen Risiken einherzugehen.

Eine intelligente Anlage-, v.a. Entnahmepolitik seitens des Stiftungsvorstands ist geeignet, die jeweiligen Stärken der beiden Assetklassen Aktie und Anleihe ideal zu kombinieren. Konkret könnte bei vorübergehenden Kursrückgängen des Aktienanteils die laufende Erfüllung des Stiftungszwecks aus Dividenden, Zinsen und ggf. durch die Veräußerung von Anleihen finanziert werden. In Phasen nach dem Wiederanstieg der Kurse hingegen Kursgewinne (teilweise) realisiert und neben Zinsen und Dividenden zur Erfüllung des Stiftungszwecks verwendet werden. Ein solcher Entnahmeplan ermöglicht weitestgehend die Vermeidung einer Realisierung von Kursverlusten bei Nutzung der höheren Aktienrendite in einem Teil des Portfolios. Deshalb wird nachfolgend das Verhalten gemischter Portfolios näher untersucht.



## 2.2 ZUR AKTIENQUOTE IN GEMISCHTEN PORTFOLIOS

Trotz der prinzipiell überlegenen Rendite der Aktienanlage lässt sich nicht vollständig ausschließen, dass auch über längere Zeiträume Verluste bei Aktiengeschäften auftreten können. Genauso wenig lässt sich für die Zukunft mit letzter Sicherheit sagen, ab welchem Zeitraum die Aktienanlage die Rentenanlage definitiv „schlägt“. Allein dies spricht dafür, das Gesamtvermögen einer Stiftung auf mehrere Anlageklassen zu verteilen, was auch regelmäßig in der Literatur empfohlen wird.<sup>30</sup>

Hinzu kommt, dass sich Schwankungen am Aktien- und Rentenmarkt nicht immer in die gleiche Richtung bewegen. Diese unterschiedliche Richtung der Schwankungen ist die Grundlage für das Prinzip der Risikominimierung durch Streuung (Diversifikation): Durch Verteilung der Anlage auf verschiedene Assetklassen lässt sich in der Regel die Rendite eines Portfolios verbessern, ohne dass das (Verlust-)Risiko steigt. Alternativ kann das Gesamtrisiko eines Portfolios deutlich gesenkt werden, ohne dass die Rendite zurückgeht. Mit anderen Worten: Mit einem Investment eines Teils des Portfolios in Aktien lässt sich der Anlageerfolg bei konstantem Risiko verbessern oder das Gesamtrisiko des Portfolios bei gleichbleibender Rendite mindern. Selbst bei – oder besser formuliert: gerade bei – ausgeprägter Risikoscheu ist deshalb die Anlage eines Teils des Portfolios in Aktien empfehlenswert.<sup>31</sup>

Abbildung 9 verdeutlicht das Verhalten eines gemischten Portfolios aus Aktien (DAX) und Renten (REXP) für einen Anlagezeitraum von 15 Jahren. Abgetragen sind die Maximal-, Minimal- und Durchschnittsrendite pro Jahr. Grundlage sind dabei die 33 möglichen 15-Jahres-Zeiträume seit 1967. Die x-Achse gibt dabei an, welchen Anteil die Aktienanlage am Portfolio besitzt. 100 Prozent entsprechen dabei einem Portfolio, das nur aus Aktien besteht, 0 Prozent entsprechen einem reinen Anleihenportfolio.

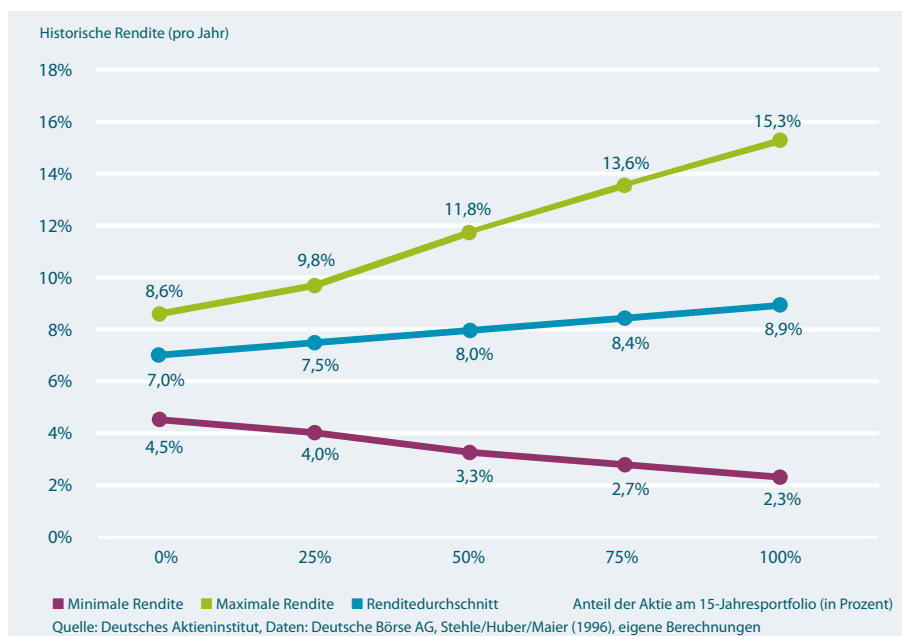


Abbildung 9: Historische Renditen in gemischten Portfolios aus DAX und REXP über verschiedene 15-Jahres-Zeiträume (1967 bis 2014)

<sup>30</sup> Exemplarisch für viele Panse/Bär (2007).

<sup>31</sup> Das setzt natürlich voraus, dass der Anleger das Risiko korrekt auf Portfolioebene betrachtet und nicht das Risiko der Einzelbestandteile des Portfolios isoliert zur Basis seiner Entscheidungen macht.

An den beiden Extremwerten erkennt man, dass weder ein 100%-Anleihen-Portfolio noch ein 100%-Aktien-Portfolio optimal ist. Mit dem einen verschenkt man die Chance auf überlegene Langfristrenditen, und mit dem anderen besteht das Risiko, doch von einer Phase schlechter Aktienperformance in Mitleidenschaft gezogen zu werden. Deutlich wird auch, dass gemischte Portfolios unter Rendite-Risiko-Aspekten einen gesunden Mittelweg darstellen. Ferner haben alle Portfolios – auch die mit 100 % Aktienanteil – in der Vergangenheit bei einem 15-jährigen Anlagehorizont realen Kapitalschutz gewährt.

Natürlich reagiert auch diese Betrachtung „sensibel“ auf Veränderungen der Betrachtungshorizonte. Abbildung 10 illustriert daher die historischen Eigenschaften gemischter Portfolios für 28 mögliche 20-Jahres-Zeiträume zwischen 1967 und 2014. Es wird unmittelbar deutlich, dass sich dieser längere Zeitraum noch deutlich besser mit höheren Aktienquoten vertragen hat. Die Verlängerung des Betrachtungszeitraums um lediglich 5 Jahre lässt das Aktienrisiko im historischen Rückblick sogar quasi ganz verschwinden, denn die Minimalrendite liegt deutlich über den Werten in der 15-Jahres-Perspektive. Wichtiger ist jedoch, dass sich die Minimalrendite mit der Aktienquote auch nur minimal verändert. Gleichzeitig steigt die Chance auf höhere Renditen spürbar mit der Aktienquote.

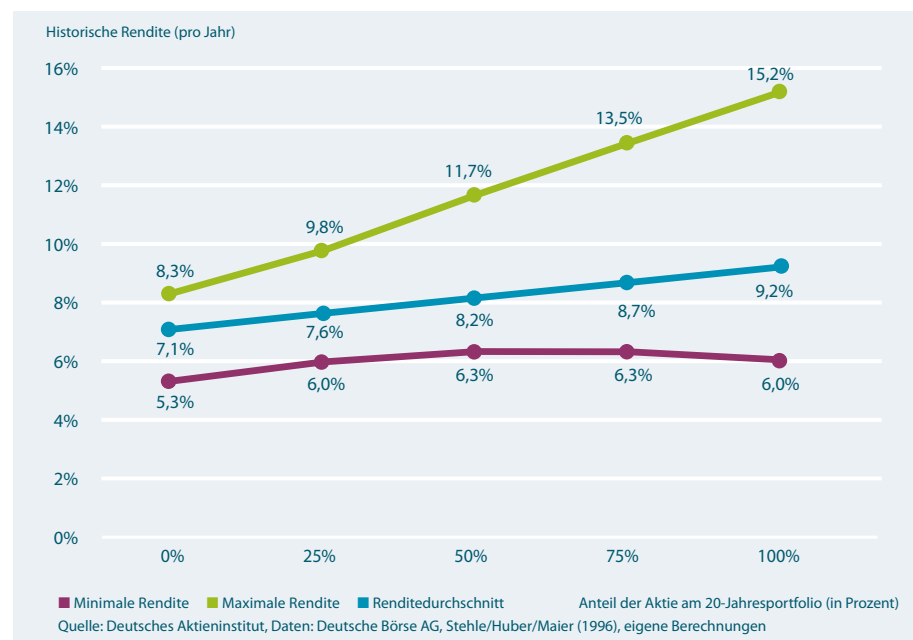


Abbildung 10: Historische Renditen in gemischten Portfolios aus DAX und REXP über verschiedene 20-Jahres-Zeiträume (1967 bis 2014)

Diese Beispiele zeigen, dass sich eine „optimale Aktienquote“ aus den empirischen Daten ebenso wenig ableiten lässt wie allgemeingültige Aussagen zur Höhe der Aktienrisikoprämie oder zum Zeitpunkt, ab dem Aktien mit Sicherheit Kapitalschutz gewähren.<sup>32</sup> Das liegt – wie oben bereits erläutert – einerseits daran, dass solche Aussagen notwendigerweise auf Vergangenheitsdaten beruhen und sich nicht ohne weiteres in die Zukunft

<sup>32</sup> Im theoretischen Modell lässt sich dies auf Grundlage bestimmter Annahmen über die Konsumpräferenz und den Nutzen künftiger Konsummöglichkeiten gleichwohl tun. So leiten Blancatt/Finke/Pfau (2013) selbst für sehr risikoaverse Investoren optimale Langfristportfolios mit signifikanten Aktienanteilen von weit über 50 Prozent ab.

fortschreiben lassen. Außerdem beeinflussen die Analysezeiträume oder die betrachteten Anlagehorizonte das Ergebnis. Und schließlich hängt die spezifisch passende Aktienquote natürlich von individuellen Faktoren ab. So wird ein sehr risikoscheuer Investor tendenziell weniger Aktien in sein Portfolio legen als ein Investor, der Verlustrisiken bewusst eingeht, um insgesamt sein Vermögen zu mehren (oder im Fall einer Stiftung die regelmäßige Entnahme zu erhöhen).

Wegen der vielfältigen Einflussfaktoren in realen Situationen und der methodischen Einschränkungen, die Vergangenheitsanalysen notwendigerweise mit sich bringen, ist das Deutsche Aktieninstitut ebenfalls mit konkreten Aussagen zur Aktienquote vorsichtig. Die folgende Empfehlung halten wir aber prinzipiell für sinnvoll: **Je länger der Anlagehorizont, desto weniger relevant sind kurzfristige Aktienrisiken in der Gesamtbetrachtung, so dass höhere Aktienquoten besser gerechtfertigt werden können.** Eine ausgeprägte Skepsis gegenüber hohen Aktienquoten bei Stiftungen, deren Anlagehorizont ja prinzipiell unendlich ist, erscheint vor diesem Hintergrund ökonomisch unbegründet, solange die Vermögensstruktur insgesamt ausgewogen (d.h. diversifiziert) bleibt und Entscheidungen wohlüberlegt und dokumentiert erfolgten.<sup>33</sup> Im Gegenteil stärken höhere Aktienquoten tendenziell die Fähigkeit von Stiftungen, nachhaltig regelmäßige Erträge für den gemeinnützigen Stiftungszweck zu verwenden, was ihre gesellschaftliche Funktion stärkt. Die Anforderung von Stiftungen, trotz langfristiger Anlage ihres Vermögensstocks regelmäßig ausreichend Mittel liquide zur Verfügung zu haben, um sie zur Erfüllung des Stiftungszwecks verwenden zu können, lässt sich durch das weiter oben skizzierte intelligente Entnahmemanagement durchaus erfüllen. Langfristige Aktienanlage und regelmäßige Ausschüttungen zur Erfüllung des Stiftungszwecks sind nicht nur vereinbar; die langfristige Aktienanlage fördert sogar diese Erfüllung.

---

<sup>33</sup> So im Ergebnis auch Panse/Bär (2007).

### 3. Exkurs: Aktuelles Kapitalmarktumfeld und Geldanlage von Stiftungen

Im Zuge der Finanzkrise sehen sich Stiftungen mit einer drastischen Verringerung der Zinsen auf festverzinsliche Anlagen konfrontiert. Die Erträge des wesentlichen Bausteins im Vermögensmanagement vieler Stiftungen geraten hierdurch unter Druck. Abbildung 11 zeigt dies illustrativ anhand der Umlaufrendite börsennotierter Wertpapiere des Bundes seit Beginn der 1990er Jahre, die sich beinahe stetig von gut 8 Prozent auf heute rund 0,6 Prozent verringert hat.

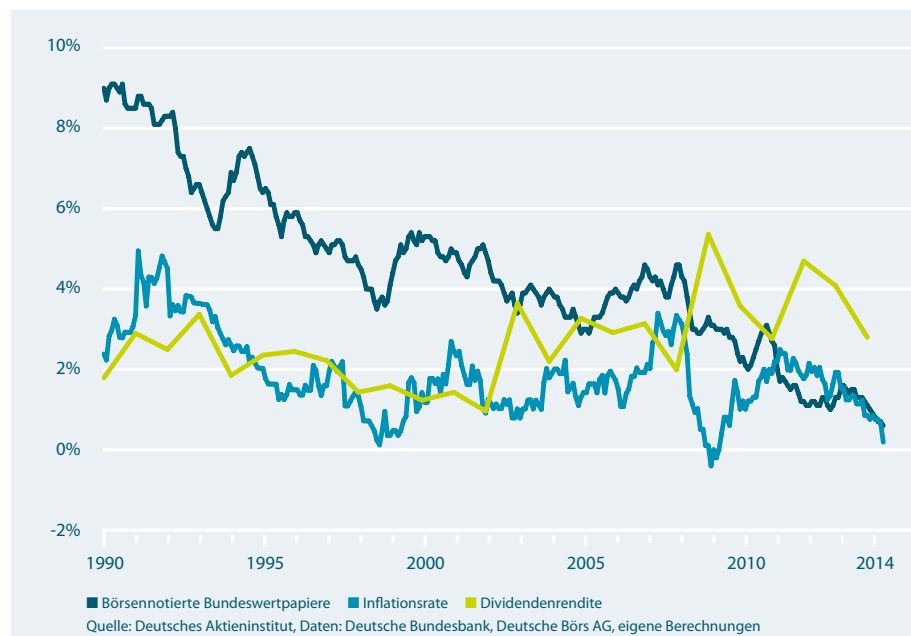


Abbildung 11: Zins-, Inflations- und Dividendenentwicklung im DAX seit 1990 (in Prozent)

Diese drastische Verringerung stellt Stiftungen vor große Herausforderungen. Folgendes **Gedankenexperiment** mag dies verdeutlichen:

Es wird davon ausgegangen, dass Stiftungen ihre Gelder ausschließlich in sichere deutsche Bundesanleihen anlegen. Unter dieser Annahme bleibt von der erzielten Rendite heute faktisch nichts mehr erhalten, um Stiftungsaktivitäten zu finanzieren. Selbst die Langfristzinsen für Staatsanleihen anderer Länder bewegen sich auf historisch niedrigen Niveaus. So liegen sie nach Angaben der Europäischen Zentralbank in Frankreich aktuell bei 1,0 Prozent, in Italien bei 1,9 Prozent und in Großbritannien bei ca. 1,8 Prozent.<sup>34</sup> Auch die Zinsen für Unternehmensanleihen bester Bonität bewegen sich aktuell in ähnlichen Größenord-

<sup>34</sup> <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html> (Stand September 2015)

nungen, so dass selbst bei sehr günstigen Annahmen kaum eine Rendite von 2 Prozent vor Kosten bei einem Anleiheinvestment in (Staats-)Anleihen realistisch erscheint.<sup>35</sup> Geht man von Verwaltungskosten in Höhe von mindestens 1 Prozent des Stiftungsvermögens aus, bleibt gerade einmal eine Nominalrendite nach Transaktionskosten von 1 Prozent übrig.

Will die Stiftung hieraus noch einen realen Kapitalerhalt leisten, reduziert sich die Ausschüttung für Stiftungszwecke noch einmal um die aktuelle Inflationsrate. Die Inflationsrate lag nach Angaben des Statistischen Bundesamtes im Durchschnitt des Jahres 2014 bei 0,9 Prozent, aktuell unter 0,5 Prozent<sup>36</sup>, so dass derzeit die Situation gegeben ist, dass Stiftungen bei einem 100 Prozent-Rentenportfolio (ohne noch rentable „Alt-Anlagen“) vermutlich (weitgehend) auf Stiftungsaktivitäten verzichten müssten, wenn sie das Stiftungskapital real im Wert erhalten wollen.<sup>37</sup>

Vor rund 15 Jahren wäre die Situation wesentlich weniger problematisch gewesen. Die Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen lag bei ca. 5 Prozent, so dass nach Kosten 4 Prozent für Stiftungszwecke bereit gestanden hätten. Da auch damals die Inflationsrate bei niedrigen 0,8 Prozent lag, wären selbst bei vollständigem realem Kapitalerhalt immerhin noch 3,2 Prozent Ausschüttungspotential vorhanden gewesen.

Wenig anders sieht die Situation im langfristigen Mittel aus, wenn man hierfür die Rendite des REXP und die langfristige Inflationsrate zu Grunde legt. Diese lagen über den gesamten Zeitraum von 1967 bis heute bei 6,6 Prozent (siehe oben) bzw. ca. 2,6 Prozent, so dass unter sonst gleichen Bedingungen in einem 100 Prozent-Rentenportfolio eine ausschüttungsfähige Rendite von rund 4 Prozent übrig geblieben wäre. Abzüglich der Kosten für die Verwaltung hätten also im Schnitt rund 3 Prozent zur Verfügung gestanden.

**Zusammenfassend hängt damit die Fähigkeit** einer Stiftung zur Verwirklichung ihrer gemeinnützigen Zwecke in einem 100 Prozent-Rentenportfolio allein von der aktuellen realen Rentenrendite ab. Bei niedrigen Renditen geraten Stiftungen schnell in den Konflikt, zwischen den beiden Zielen (realer) Kapitalerhalt und Erfüllung des Stiftungszwecks durch Verwendung der Erträge wählen zu müssen. Bei einem historisch niedrigen Zinsniveau – wie aktuell – ist sogar eine Situation vorstellbar, in der die Rendite nach Kosten soweit absinkt, dass bei realem Kapitalerhalt überhaupt keine Erträge zur Erfüllung des Stiftungszweckes mehr übrig bleiben oder der Kapitalerhalt bewusst aufgegeben werden muss, um überhaupt noch den Stiftungszweck erfüllen zu können.

Bleibt das aktuelle Zinsumfeld, wie viele Beobachter annehmen, längere Zeit auf diesem Niveau, ist es nicht unwahrscheinlich, dass Stiftungen in der Breite in die Schwierigkeit geraten, ihre satzungsgemäßen Zwecke nicht mehr erfüllen zu können. Dann nämlich wird das zu Beginn des Kapitels 2 geschilderte Problem des Wiederanlagerisikos von Anleihen zunehmend relevant: Altanlagen mit hohem Zins müssten zunehmend durch Neuanlagen mit niedrigem Zins ersetzt werden, was die Gesamtrendite des in Anleihen angelegten Stiftungsvermögens erheblich schmälert.

<sup>35</sup> Ähnlich Kohler/Gengel (2014), S. 22, die sogar davon ausgehen, dass „vereinzelt sogar die Fixkosten der Stiftung nicht mehr abgedeckt sind“

<sup>36</sup> [https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/Preise/Verbraucherpreisindizes/Tabellen/\\_VerbraucherpreiseKategorien.html?cms\\_gtp=145114\\_list%253D2%2526145110\\_slot%253D2&https=1](https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/Preise/Verbraucherpreisindizes/Tabellen/_VerbraucherpreiseKategorien.html?cms_gtp=145114_list%253D2%2526145110_slot%253D2&https=1)

<sup>37</sup> Dies gilt jedenfalls dann, wenn die Stiftung nicht über stille Reserven oder Rücklagen aus der Vergangenheit verfügt, die es erlauben, zwischenzeitlich auf neue Zuführungen zu Reserven verzichten, ohne den realen Kapitalerhalt zu gefährden.

Dass dies kein theoretisches Szenario ist, zeigen verschiedene Presseberichte aus der jüngeren Vergangenheit. So berichtet z.B. das Handelsblatt (2013) von Sparzwängen bei der Naturschutzorganisation BUND, weil sie nur ein Fünftel der ohnehin schon nicht üppigen Zielrendite von 1,5 Prozent erwirtschaften konnte. Die F.A.S. (2015) sieht sogar das „Geschäftsmodell“ Stiftung insgesamt vor einer ernsten Bewährungsprobe. Stiftungen halten daher schon jetzt verstärkt nach alternativen Anlagen Ausschau.<sup>38</sup> Eine verstärkte Aktienanlage kann wegen der Aktienrisikoprämie langfristig dabei helfen, die Rendite des Portfolios zu heben. Im aktuellen Umfeld liegt überdies oft allein die Dividendenrendite von Aktien über der (sichereren) Anleiherendite, so dass sich bereits ohne Rückgriff auf etwaige Kursgewinne die Ausschüttungsfähigkeit verbessern lässt.

---

<sup>38</sup> Siehe FAZ (2015).

## 4. Abschließende Überlegungen

Kapitel 2 und 3 haben gezeigt, dass sich ein substantielles Aktienengagement gut mit dem langfristigen Anlagehorizont von Stiftungen vereinbaren lässt, ja sogar in idealer Weise mit diesem korrespondiert. Außerdem wurde gezeigt, dass die häufig vorherrschende konservative Anlagepolitik von Stiftungen im aktuellen Zinsumfeld an ihre Grenzen stößt, was letztlich die Förderung gemeinnütziger Zwecke und damit ihre wichtige gesellschaftliche Funktion gefährdet.

Ein größeres Engagement in Aktien oder Aktienfonds könnte helfen, diese Problematik zu lindern. Einem größeren Aktienengagement stehen jedoch die institutionellen Rahmenbedingungen bzw. deren Interpretation (siehe Kapitel 1) teilweise entgegen.

Da das Risiko nachgebender Aktienkurse – wie zuletzt in der Finanzkrise – niemals ausgeschlossen werden kann, droht bei einem starken Aktienengagement ein temporärer Verstoß gegen das Gebot des Vermögenserhalts. Dies gilt jedenfalls dann, wenn Aktienverluste nicht durch laufende Erträge oder vorhandene freie Rücklagen und vorhandene Umschichtungsrücklagen aufgefangen werden können. Jedoch lehrt die Erfahrung, dass selbst drastische Buchverluste im Aktienvermögen über die Zeit aufgeholt werden. Langfristig kann man deswegen davon ausgehen, dass auch bei einer breit gestreuten Aktienanlage nicht nur der Vermögenserhalt weitgehend gesichert ist, sondern auch eine Zusatzrendite gegenüber festverzinslichen Anlagen anfällt, die zur Förderung der Stiftungszwecke genutzt werden kann.

**Prinzipiell sollte daher der Grundsatz der Vermögenserhaltung langfristig und nicht kurzfristig interpretiert werden.** Dies würde dem langfristigen Charakter von Stiftungen entsprechen. Letztlich geht es darum, dass eine Stiftung in optimaler Weise ihre gesellschaftliche Funktion erfüllen kann. Wenn dazu das Risiko von vorübergehenden Buchverlusten im Stiftungsvermögen hingenommen werden muss, sollte das nicht per se als problematisch erachtet werden. Das Deutsche Aktieninstitut hält eine Interpretation des Grundsatzes über einen 15- bis 20-Jahreszeitraum für angemessen. Eine kurzfristige Interpretation des Vermögenserhaltungsgrundsatzes diskriminiert die Aktienanlage dagegen gegenüber festverzinslichen Anlagen. Aktienengagements fallen dadurch tendenziell niedriger aus, als es vor dem Hintergrund der langfristigen Ausrichtung von Stiftungen und ihres langfristigen Förderauftrages wünschenswert erscheint.

Darüber hinaus sollten **bestehende Unsicherheiten bei Stiftungsorganen im Hinblick auf die Verschiebung zwischen der Vermögens- und der Ertragssphäre** in geeigneter Weise adressiert werden. Weil Aktien langfristig eine Überrendite gegenüber festverzinslichen Wertpapieren aufweisen, spricht nichts dagegen, von Zeit zu Zeit realisierte Kursgewinne dazu zu nutzen, das Fördervolumen aufzubessern. Viele Stiftungen verfahren bereits heute so. In einem normalen Zinsumfeld ist die Aktie sonst fast automatisch gegenüber der Rentenanlage diskriminiert, weil Dividendenrenditen häufig unterhalb der Verzinsung von Anleihen liegen (siehe Abbildung 11, S. 28) und zudem u.U. Schwankungen unterliegen.

Eine gedankliche Trennung zwischen Erträgen aus Dividenden, die von einer Stiftung zur Erfüllung des Stiftungszwecks verwendet werden müssen, und Kursgewinnen, die jedenfalls prinzipiell dem Vermögensstock zuzuschreiben sind, ist durch die wirtschaftlich zugrundeliegenden Sachverhalte nicht begründet oder gerechtfertigt. Sowohl Kurssteigerungen als auch Dividenden sind mittel- bis langfristig auf gewinninduzierte Wertsteigerungen des Unternehmens zurückzuführen. Welcher Teil der Wertsteigerung durch die Unternehmen ausgeschüttet oder thesauriert (d.h. im Unternehmen für Investitionszwecke zurückbehalten) wird, hängt von vielen Faktoren ab (Marktstellung des Unternehmens, Branche, Investitionsmöglichkeiten, steuerliche Faktoren, Dividendenpräferenzen von Aktionären usw.). Der Stiftung als Aktionär steht es frei, durch Reinvestition der Dividende ihre „persönliche“ Ausschüttungsquote zu vermindern oder sie durch Verkauf von Aktien über die Dividendenzahlung hinaus zu erhöhen. Es spricht also nichts dagegen, die Gesamtperformance einer Aktie – Dividende plus Kursentwicklung – grundsätzlich den Erträgen zuzuordnen, die zur Förderung sozialer, wissenschaftlicher oder sonstiger Zwecke verwendet werden können, solange das Ziel des langfristigen Vermögenserhalts ansonsten gewährleistet ist.

#### Beispiel für Operationalisierung der Aktienanlage von Stiftungen

Für das Engagement in Aktien stehen dem Stiftungsmanagement prinzipiell verschiedene Wege offen. Bei dem Dividendenportfolio der UBS Deutschland AG zielt der Auswahlprozess der Einzelaktien in Kombination mit der Portfoliokonstruktion darauf ab, in Relation zum globalen Aktienindex ein höheres Dividendenniveau bei moderaten Abweichungsrisiken zum Index zu erzielen. Das konzentrierte Portfolio besteht aus ca. 35 Einzelaktien im Vergleich zu ca. 1.700 Werten im MSCI World (Stand: Oktober 2015).

Hierzu werden in einem ersten Schritt Aktien von Unternehmen mit einer kleinen Marktkapitalisierung und Aktien mit relativ hohen Renditeschwankungen (hoher Volatilität) ausselektiert. Die verbliebenen Aktien werden nach fundamentalen Kriterien in absoluter Hinsicht und relativ (Peer Group-Vergleich) durchleuchtet. Für den Dividendenansatz sind neben der Mittelherkunft auch die Beständigkeit und das historische Dividendenwachstum maßgeblich.

Das Dividendenportfolio eignet sich für Anleger, die in ein diversifiziertes Portfolio von globalen Aktien investieren und laufende Erträge aus dem Aktienengagement wünschen, die nach strengen Qualitätskriterien selektiert werden.

Quelle: UBS Deutschland AG.





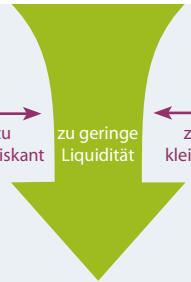
# Global Equity High Dividend Yield

**Selektionsprozess –  
Qualitätswertansatz mit Fokus hoher Dividendenrendite**

## 1 Filterprozess

- **Screening** des Aktienuniversums
- Aktien mit **unzureichender Liquidität / Unternehmensgröße** werden aussortiert
- Aktien mit zu **hohem Risiko** werden aussortiert

zu riskant    zu geringe Liquidität    zu klein



Lediglich Unternehmen mit ausreichender Liquidität, Größe und begrenztem Risiko werden in weiteren Schritten analysiert.

## 2 Selektionsprozess

- Aktien mit **attraktiver Bewertung, positivem Momentum und solider Unternehmensstruktur** werden selektiert



Nur starke und bilanziell gesunde Unternehmen werden in weiteren Schritten analysiert.

## 3 Due Diligence durch Investmentexperten

- Expertenteam bestimmt den **Fairen Wert** der Aktien durch
  - **Berücksichtigung** öffentlicher Unternehmensbekanntmachungen
  - Durchführen von **Interviews** mit dem Management & Investor Relations
  - **Vergleichen** mit adäquaten Unternehmen (peer group analysis)



Nur Unternehmen, die unserer Businessanalyse standhalten, werden selektiert.

## 4 Portfolio Konstruktion

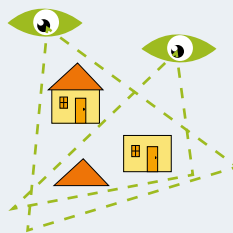
- **Portfolios** werden konstruiert mit Aktien, die nach Schritten 1,2 & 3 selektiert wurden
- Während des Konstruktionsprozesses werden **Performance- und Risikoparameter** im Portfoliokontext berücksichtigt



Die Aktien der selektierten Unternehmen werden hinsichtlich Rendite- und Risikogesichtspunkten zu einem Portfolio konstruiert.

## 5 Sorgfältiges Risikomanagement

- UBS nutzt einen vielschichtigen Risikomanagement-Prozess
- Risiken werden sowohl auf Ebene des **Portfolio** als auch auf **Einzelaktienebene** untersucht und bewertet



Portfolios und Einzelaktien werden nachhaltig aus diversen Risikogesichtspunkten monitort.

Drittens sollte die **Unsicherheit von Stiftungsvorständen über die Frage reduziert werden, welche Portfoliostruktur noch mit einem gewissenhaften Umgang mit dem Stiftungskapital vereinbar** ist. Aus der empirischen und theoretischen Finanzmarktforschung lässt sich ableiten, dass sich in einem gemischten Portfolio die Rendite-Risiko-Eigenschaften insgesamt verbessern und Verlustrisiken langfristig drastisch reduzieren. Auch lässt sich zeigen, dass langfristig angelegte Vermögen eine höhere Aktienquote „vertragen“ als kurzfristig orientierte. Es lässt sich aber weder sagen, dass dazu bspw. eine Quote von 20 Prozent optimal ist noch eine von 60 Prozent. Stiftungsvorstände, Stiftungsaufsichten, aber auch Gerichte spüren daher bei der Bewertung von Anlageentscheidungen verständlicherweise oft eine gewisse Unsicherheit. Unverständlich ist hingegen, warum sich hartnäckig die Vorstellung hält, Aktienquoten über 30 Prozent seien grundsätzlich nicht mit dem Leitbild einer auf Ewigkeit angelegten, stetig Ertrag bringenden Stiftung vereinbar. **Es sollte daher nach Wegen gesucht werden, wie man die Rechtssicherheit für die Stiftungsvorstände im Hinblick auf höhere Aktienquoten verbessern kann**, wenn diese ansonsten eine wohl überlegte, d.h. vor allem informierte Anlagepolitik betreiben, die durch entsprechenden prozedurale Vorkehrungen (vor allem Anlagerichtlinien, Anlageausschüsse, Dokumentation von Anlageentscheidungen) abgesichert ist. Dies würde die Unsicherheit von Stiftungsorganen reduzieren und ebenfalls mehr Flexibilität in der Anlagepolitik schaffen.

Viele der genannten Unsicherheiten hängen mit dem Umstand zusammen, dass die gesetzlichen Bestimmungen sehr allgemein gehalten sind und daher interpretiert werden müssen. Obwohl es rechtlich nicht zwingend erforderlich ist, führen Interpretationen häufig zu einer großen Scheu vor Aktien. **Es würde daher bereits helfen, wenn sich bei Stiftungsaufsichtsbehörden und in Kommentaren oder offiziellen Leitlinien zu Stiftungsgesetzen in der Breite eine realistischere Sichtweise des Aktienrisikos und der Eigenarten der Aktienanlage durchsetzen würde. So könnte konkret durchgängig die Auskunft erteilt werden, dass die Entnahme realisierter Kursgewinne prinzipiell zulässig und Aktienquoten über 30 Prozent bei entsprechend austarierter Portfoliostruktur grundsätzlich nicht problematisch sind**, wenn ansonsten eine wohlüberlegte Anlagepolitik betrieben wird, die der Verantwortung der Stiftungsorgane gegenüber dem Stifterwillen und natürlich auch dem gesetzlich verliehenen Privilegien gerecht wird. Es geht dabei keineswegs um einen „Freibrief“ für einen verantwortungslosen Umgang mit dem Stiftungsvermögen, sondern im Gegenteil darum, dass Stiftungen ihrem gesellschaftlichen Auftrag in bestmöglicher Weise und dauerhaft nachkommen können.

Auch eine größere Transparenz über die Verhaltenspraxis verschiedener Stiftungsaufsichten könnte möglicherweise helfen, Missverständnisse und Unsicherheiten auszuräumen. Fest steht, dass die Praxis nicht einheitlich ist. Im Interesse des Stiftungsstandortes Deutschland sollte dies angestrebt werden.

## LITERATUR

Bayerisches Ministerium des Inneren (2009), Merkblatt für die Errichtung einer Stiftung (Stand 1.10.2009).

Blanchett, David/Finke, Michael S./Pfau, Wade D. (2013), Optimal Portfolios for the Long Run (September 4, 2013), <http://ssrn.com/abstract=2320828>.

Bruns, Patrick (2010), Kommentar zum Stiftungsgesetz Baden-Württemberg, 6. Aufl., Essen, 2010.

Bundesverband Deutscher Stiftungen (2013), Stiftungsfinanzen in Krisenzeiten: Neue Zahlen und Fakten, Stiftungsfokus Nr. 11/2013, Berlin.

Bundesverband Deutscher Stiftungen (2014), Zahlen, Daten, Fakten zum deutschen Stiftungswesen, Berlin.

Bundesverband Deutscher Stiftungen (2015), Aktuelle Analysen und Fakten zum Stiftungswesen, Stiftungs-Focus Nr. 4, Berlin.

Deutsche Börse (2011), Leitfaden zu den REX-Indizes, [http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/REX\\_L\\_3\\_10\\_d.pdf](http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/REX_L_3_10_d.pdf).

Deutsche Börse (2014), Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutsche Börse, [http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Leitfaden\\_Aktienindizes.pdf](http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Leitfaden_Aktienindizes.pdf).

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2011), Equity Premia Around the World (October 7, 2011), <http://ssrn.com/abstract=1940165> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1940165>.

Doole, Stuart/Renelleau, Lise/Sevilla, Agustin R. (2007), The Equity Risk Premium and the Risks of Equity Investing (November 9, 2007). <http://ssrn.com/abstract=1028727>.

Fernandez, Pablo (2013), Equity Premium: Historical, Expected, Required and Implied (November 25, 2013), <http://ssrn.com/abstract=933070>.

Friedrich, Till (2012), Die Anlage des Stiftungsvermögens, Baden-Baden.

Fritz, Stefan (2010), Die Anlageentscheidung einer Stiftung, in: Zeitschrift für Stiftungs- und Vereinswesen, 8. Jg, Heft 5, S. 161-167.

Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung (2015), Stiftungen in großer Not, 3. Mai 2015.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2015), Stiftungen brauchen mehr Aktien, 16. Juli 2015.

Goetzmann, William M./Ibbotson, Roger, G. (2005), History and the Equity Risk Premium, Yale ICF Working Paper No. 05-04.

Graewe, Daniel (2014), Schadensersatzpflicht des Stiftungsvorstands: Handlungsempfehlungen unter Berücksichtigung der neuesten Rechtsprechung, ZStV 3/2014, S. 103-106.

Handelsblatt (2013), Stiftungen in der Zinsfalle, 21.5.2013, S. 22.

Hüttemann, Rainer/Schön, Wolfgang (2007), Vermögensverwaltung und Vermögenserhaltung im Stiftungs- und Gemeinnützigkeitsrecht, Bonn und München.

Hüttemann, Rainer/Rawert, Peter (2011), Kommentierung zu § 81, in: v. Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Berlin.

Kohler, Karin/Gengel, Jan (2014), Gestaltungsoptionen für die Vermögensanlage, Stiftung & Sponsoring 2/2014, S. 22-23.

Panse, Reinhard/Bär, Katja (2007): Strategische Vermögensanlage von Stiftungen, in: Richter, Andreas/Wachter, Thomas, Handbuch des internationalen Stiftungsrecht, 1. Auflage 2007, S. 119-137.

Römer, Stephan (2009), Steuerbegünstigte Stiftungen, Rücklagen rechtzeitig und richtig bilanzieren, Stiftungs-Brief 11/2009, <http://www.iww.de/sb/archiv/stiftungsvermoegen-steuerbeguenstigte-stiftungen-ruecklagen-rechtzeitig-und-richtig-bilanzieren-f26384>.

Sauer, Jörg (2010), Widerspricht die Vermögenserhaltung der gemeinnützigen Mittelverwendung?, Stiftungs-Brief 5/2010, <http://www.iww.de/sb/archiv/stiftungsvermoegen-widerspricht-die-vermoegenserhaltung-der-gemeinnuetzigen-mittelverwendung-f26336>.

Schauhoff, Stephan (2010), Handbuch der Gemeinnützigkeit, 3. Auflage, München.

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

Sobatta, Jan/von Cube, Nicolai (2010), Die Haftung des Vorstands für das Stiftungsvermögen, in: Der Betrieb, 62. Jg., Heft 30, S. 2082-2088.

Spiegel, Harald (2014), Die Umschichtungsrücklage – Ihr Wandel im Steuer-, Stiftungs- und Bilanzrecht, Stiftung & Sponsoring 2/2014, S. 24-25.

Stehle, Richard/Huber, Rainer/Maier, Jürgen (1996), Rückberechnung des DAX für die Jahre 1955 bis 1987, Kredit und Kapital 29, S. 277-304.

Theuffel-Werhahn, Berthold (2014), Die Ewigkeitsperspektive – Vermögensverwaltung als fortlaufende Gratwanderung zwischen Skylla und Charybis, Stiftung & Sponsoring 2/2014, S. 26-27.

Theuffel-Werhahn, Berthold/Siebert, Astrid (2013), Die erfolgreiche Verwaltung des Stiftungsvermögens als umfassende Herausforderung für das Stiftungsmanagement, ZStV, 1/2013, S. 1-8.

Theuffel-Werhahn, Berthold (2012), Umschichtungsrücklage und Pflicht des Stiftungsvorstandes zur Bildung freier Rücklagen, Stiftungs-Brief 12/2012, <http://www.iww.de/sb/stiftung-und-steuern/stiftungsvermoegen-umschichtungsruecklage-und-die-pflicht-des-stiftungsvorstands-zur-bildung-freier-ruecklagen-f62445>.

## KONTAKT

**Dr. Katja Bär**  
UBS Deutschland AG  
Bockenheimer Landstr. 2-4  
60306 Frankfurt am Main  
Telefon + 49 69 2179 6741  
katja.baer@ubs.com  
www.ubs.com

**Dr. Gerrit Fey**  
Leiter Kapitalmarktpolitik  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederuau 13-19  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon + 49 69 92915 - 41  
Telefax + 49 69 92915 - 12  
fey@dai.de  
www.dai.de





