

An die Substanz

Kapitalerhalt ist für Stiftungen in der Regel entscheidend. Ohne den Ausgleich der Inflation ist ihre Arbeit langfristig nicht möglich. Doch beide Begriffe können sich auf unterschiedliche Konzepte beziehen. Das Stiftungsrecht lässt bewusst Spielraum. Was ist realistisch angesichts der Notwendigkeit zur laufenden Zweckerfüllung? **Von Stefan Dworschak**



Ergebnis des sprichwörtlichen steten Tropfens: Kannestein in Norwegen

© by-studio - stock.adobe.com

Das Grundstockvermögen ist ungeschmälert zu erhalten. Der erste Absatz des Paragraphen 83c des Bürgerlichen Gesetzbuchs regelt seit Inkrafttreten der Reform des Stiftungsrechts die Vorgaben zum Kapitalerhalt – und lässt bewusst offen, ob „ungeschmälert“ sich auf den nominalen Wert oder die Kaufkraft bezieht. Dennoch streben Stiftungen, die ohne zeitliche Begrenzung errichtet worden sind, einen möglichst realen Erhalt an. Andernfalls würde sich das Vermögen und damit seine Wirkung über die Jahre verringern und eines fernen Tages gegen Null streben. So weit, so geläufig. Doch der Begriff des Kapitalerhalts hat eine weitere Komponente, die den Blick auf die Art der Inflation einschließt.

Entsprechend sei die Frage danach, was unter realem Kapitalerhalt zu verstehen sei, eine fast philosophische, sagt Bernhard Matthes, Bereichsleiter Assetmanagement bei der Pax Bank für Kirche und Caritas, wie der Zusammenschluss aus Pax Bank und Bank für Kirche und Caritas seit Juni dieses Jahres heißt. Im allgemeinen Sprachgebrauch beschreibe der Begriff den Erhalt des Kapitals unter Ausgleich der Inflationsrate, die sich in der Regel auf die Verbraucherpreisdaten beziehe. „Damit sind allerdings nicht alle relevanten Daten berücksichtigt. Die Methodik für die Verbraucherpreisdaten wird regelmäßig neu gestaltet – und der Wert erfasst auch nicht die Vermögenspreisinflation.“

Diese Unterscheidung ist zentral: Der herkömmliche Verbraucherpreisindex spiegelt die durchschnittliche Teuerungsrate einer großen Bandbreite an Konsumgütern und Dienstleistungen wider, wie Adrian Presse, Investment Consultant bei Berenberg, erklärt. Die Assetpreisinflation wiederum bezeichne den überdurchschnittlichen Anstieg bestimmter Vermögenspreise – etwa von Immobilien – im Verhältnis zu den erzielbaren Erträgen, wie Mieteinnahmen, oder im Vergleich zur allgemeinen Preisentwicklung. „Sie wird häufig durch eine erhöhte Geldmenge oder Spekulationen am Kapitalmarkt ausgelöst.“

Gerade Stiftungen als Rechtsform gewordenen Vermögen sind von der Inflation der Assetpreise in der Regel direkt betroffen. Sie müssen daher laut Matthes auch die Vermögenspreisinflation in die Gleichung einbeziehen und berücksichtigen, „wie sich zum Beispiel Grundstücke, Immobilien et cetera im Wert entwickelt haben“. Aber auch was die Verbraucherpreisinflation angeht, sei ein genauer Blick auf den eigenen Warenkorb entscheidend: „Bei Stiftungen gehören dazu zum Beispiel Mieten, Personalkosten, Arbeitgeberbeiträge. Das zeigt, dass es nicht reicht, nur die allgemeine Verbraucherpreisinflation auszugleichen.“ Auch der Stiftungszweck präge den Warenkorb. „Nehmen Sie eine Stiftung, die in den Bereichen Gesundheit und Bildung tätig ist: Dort steigen Preise um ein Vielfaches stärker als im Verbraucherpreisindex.“ Umso bedauerlicher sei es, dass viele Stiftungssatzungen nur auf den nominalen Erhalt abzielten. „Das überrascht mich immer wieder. Ich halte das nicht für sachgerecht.“

Individuelle Inflation

Entsprechend steht die Bedarfsanalyse am Anfang der Kapitalerhaltsthematik: „Stiftungen sind sehr heterogen“, sagt Presse. „Daher ist es sinnvoll, bei einer initialen Überprüfung des Portfolios die Assets zunächst in cashfloworientierte und wachstumsorientierte Bestandteile zu unterteilen und diese den Auszahlungsströmen gegenüberzustellen.“ Je nach Stiftungsprofil ergäben sich unterschiedliche Verhältnisse. „Manche Stiftungen benötigen hohe Ausschüttungsquoten und haben ihre Anlagestrategie entsprechend anleihelastig ausgerichtet.“ Falle jedoch der wachstumsorientierte Bestandteil zu gering aus, drohten beide Risiken – Verbraucherpreisinflation und Assetpreisinflation.

Die größten Herausforderungen beim Kapitalerhalt sind aus Matthes' Sicht neben der Inflation die steigenden Abgaben an den Staat wie die höhere Grundsteuer und andere Grundbesitzabgaben sowie die Kosten für die Vermögensverwaltung selbst. „An diesen kommen Stiftungen nicht vorbei, aber dazu kommen leider häufig auch eigene Fehler“, sagt er und zählt dazu neben einzelnen Fehlentscheidungen im aktiven Management strukturelles Overtrading, ein Zuviel an aktivem Handeln. Auch psychologische Fallstricke wie die Über- und Underdiversifizierung. All diese Fehler sind, anders als die großen Entwicklungen des Markts, vermeidbar, können aber zu dem führen, was Matthes mit Blick auf den Kapitalerhalt dringend vermeiden möchte: „Nichts ist schlim- ➔“

Risiko und Chance

Stiftungen halten in der Regel Vermögensgegenstände – profitieren damit auch von der Assetpreisinflation. Wenn gleich sich hierdurch taktische Chancen eröffnen können, gehen mit solchen Preisbewegungen auch erhebliche Risiken einher, betont Berenberg-Consultant Adrian Presse: „Neben dem Szenario einer raschen Preiskorrektur besteht die Gefahr, dass ein einseitig ausgerichtetes Stiftungsvermögen gegenüber anderen Vermögenswerten an Kaufkraft verliert und der Einstieg in andere Assetklassen erschwert wird.“



**Deutsches
Rotes
Kreuz**



Gemeinsam etwas bewegen.

Ihre Stiftung sucht nach einem Engagement, das langfristig sozialen Wandel bewirkt?

Mit unseren bedarfsgerechten Projekten leisten wir gemeinsam nachhaltige Hilfe in der ganzen Welt. Nutzen Sie unsere Expertise und werden Sie Teil einer Partnerschaft, die wirklich etwas bewegt.

Finden Sie bei uns das Engagement, das zu Ihrer Stiftung passt!

www.drk.de/stiftungen

mer als ein realisierter Verlust aus einer Panikreaktion heraus. Wenn er einmal eingeloggt ist, wird es schwierig, sich da wieder rauszuarbeiten.“

Auch ohne eigene Fehler bleibe der reale Erhalt in der strengen Lesart eine Herausforderung, so Matthes. Historisch gesehen sei der Ausgleich der Verbraucherpreis-inflation das Maximum dessen, was sich erreichen lasse. „Bei all den beschriebenen Hindernissen, die dem Kapitalerhalt im Weg stehen, kann man froh sein, wenn man nach Kosten das Kapital erhält.“ Im Nominal- und Festzinsbereich könne man den Kaufkrafterhalt gegenüber der steigenden Geldmenge erreichen. Seit 1999 hat sich die weit gefasste Geldmenge M3 im Euroraum fast vervierfacht. Im Rentenbereich müssten Stiftungen Bereitschaft zu Bonitäts- und Währungsrisiko mitbringen, sagt Matthes. Inflationsindexierte Anleihen könnten beim Erhalt helfen, würden aber ebenfalls nur die Verbraucherpreis-inflation ausgleichen.

Diversifikation für die Substanz

Um den bestmöglichen Erhalt der Kaufkraft anzustreben, brauche es Vermögenswerte, die die Substanz bewahren können. „Der einzige Free Lunch am Kapitalmarkt ist die Diversifizierung“, betont der Portfoliomanager. Das bedeutet für ihn: Mehr Sachwerte, mehr Aktien, im Rentenbereich mehr Risikobereitschaft, insgesamt weg von reinen Aktien/Renten-Portfolios, hin zu verschiedenen ergänzenden, negativ korrelierten Risikoprämien. Ein Vorbild könnten hier die Endowments großer US-Universitäten sein. „Sie stellen auf realen Kaufkrafterhalt ab“, so Matthes. Auf Ersatzstrategien auszuweichen, hält er nicht für sinnvoll. „Je weiter Sie sich von der Wertschöpfungsquelle wegbewegen, desto schwieriger wird es. Wald als Direktanlage hat zum Beispiel Sinn, aber dreimal strukturiert weniger.“

Auch wenn die Teuerungsraten auf unterschiedliche Weise wirken, sei die gute Nachricht, dass man Verbraucher- und Assetpreis-inflation mit ähnlichen Mitteln entgegenwirken könne, so Presse. Auch für ihn ist eine breite Diversifikation dabei entscheidend, Grundlage soll eine passende Strategische Assetallokation sein, also die langfristig ausgerichtete Aufteilung des Portfolios in verschiedene Klassen von Vermögenswerten. Methodisch sei es wichtig, dass diese auf zukunftsgerichtete Ertragsprognosen aufbaue, die auch eine Bewertungskomponente enthielten.

Der Berenberg-Consultant nennt als Beispiel Maßnahmen wie die Investition in zusätzliche, ausschüttungsstarke Assetklassen wie Private Debt, also

die Finanzierung von Unternehmen, oder den sukzessiven Aufbau eines Wachstumsportfolios, um das Inflationsrisiko anzugehen. Zugleich seien für den Einzelfall ganzheitliche Analysen vonnöten, um beispielsweise Wechselwirkungen zwischen höheren Kursschwankungen und der Erreichbarkeit der Stiftungsziele zu untersuchen. „Wir versuchen zu vermitteln, welche Risiken eine Stiftung eingehen und aushalten muss, um langfristig die Zielerreichung zu optimieren“, sagt Presse.

Gute Voraussetzungen

Bei all den Gegenspielern und Herausforderungen beim Thema Kapitalerhalt stehen die Chancen von Stiftungen aus Matthes' Sicht eigentlich gut. Sie verfügten schließlich über einen unendlich langen Anlagehorizont, seien frei von Regulierung und könnten sich zum Beispiel viel höhere Aktien- und Sachwertquoten leisten als andere Investoren. Ewig müsse man dabei nicht warten, um zu sehen, ob ein Konzept funktioniere: „Fünf bis sieben Jahre sind ein Reality Check, ein vollständiger Marktzyklus. Das ist ein fairer Zeitraum.“ Das Kalenderjahr als Basis zu verwenden, sei hingegen völlig vermessen und unrealistisch. „Ein Minus in einem Jahr ist für eine Stiftung

„Ein Minus in einem Jahr ist für eine Stiftung kein Unfall.“

Bernhard Matthes, Pax Bank für Kirche und Caritas

kein Unfall. Da kommt nicht die Aufsicht vorbei und macht die Stiftung zu. Dafür muss man manchmal das Verständnis herstellen.“

Grundsätzlich habe das Thema Inflationsschutz noch nicht überall den Stellenwert, den es haben sollte, sagt Adrian Presse. Auch sei eine Differenzierung der unterschiedlichen Inflationsarten auf Kundenseite eher selten. In der Regel beschäftigten sich Stiftungen überwiegend mit der allgemein diskutierten Verbraucherpreis-inflation. „Wir haben sowohl den Verbraucherpreisindex als auch die Assetpreis-inflation standardmäßig in den Prozess für die Herleitung der Strategischen Assetallokation integriert“, so Presse. Zum Teil jedoch hemmten aber Anlagerichtlinien oder die geübte Praxis noch eine effektive Abschwächung der Inflationsrisiken.

Echte Rendite oder Inflation?

Ein nicht unwesentlicher Teil der Kursanstiege von Aktien ist laut Bernhard Matthes, Pax-Bank für Kirche und Caritas, der Geldentwertung geschuldet. „Drei Viertel oder mehr der Aktienwerte sind Inflation, nur ein Teil ist reale Wertschöpfung.“ Die Lehrbuchrendite über Zeit von sieben Prozent pro Jahr gelte nur in der Theorie und vor Kosten. Nur ein Bruchteil sei langfristig wertschöpfend. Das zeigt sich auch auf den übergeordneten Ebenen, wie Matthes darlegt: „Nur drei Branchen schaffen es als Ganzes längerfristig, das Geldmengenwachstum zu schlagen: Pharma, Tech, Konsum.“