

## Ohne Freiheit keine Sicherheit

Was bei der Neuformulierung von Anlagerichtlinien beachtet werden muss

Stefan Freytag  
Vorstand und  
Chief Investment Officer  
Deutsche Oppenheim Family Office

Stiftungen müssen üblicherweise aus ihren Erträgen den Stiftungszweck finanzieren. Ihre Anlagerichtlinien folgen jedoch oft noch alten Modellen, in denen Anleihen Zinsen und genügend Sicherheit boten. Das hat sich in den letzten Jahren geändert. Wie sollten Anlagerichtlinien nun neu formuliert werden, und welche Haftungsrisiken sind damit verbunden? Viele institutionelle Kapitalsammelstellen klagen über eine zunehmende Regulierung ihrer Freiheitsgrade bei der Kapitalanlage. Manchmal kann aber eine zu große Freiheit auch eine Belastung darstellen, wie das zum Beispiel oft bei Stiftungen zu beobachten ist. Die Landesstiftungsgesetze enthalten – wenn überhaupt – nur ganz allgemeine Grundsätze über die Vermögensverwaltung. Diese betreffen zum einen die Ordnungsmäßigkeit der Verwaltung des Stiftungsvermögens und zum anderen den Grundsatz der Vermögenserhaltung.

Der Zielkonflikt zwischen Sicherheit, Ertrag und Liquidität muss vom Stiftungsvorstand gelöst werden, das Gesetz trifft hier keine Entscheidung. Ohne ausdrückliche entgegenstehende Satzungsbestimmung ist dem Vorstand nur die „ertragslose oder eine spekulative“ Vermögensverwaltung verboten. Stiftungsvorstände unterliegen Haftungsrisiken, die auch aus Fehlern in der Kapitalanlage begründet werden können. Die verbreitete Unsicherheit in der Auslegung der sehr generischen Kapitalanlagebestimmungen führt oft zu extrem vorsichtig formulierten Anlagerichtlinien, die noch in einer Zeit begründet wurden, in der die Anleihenmärkte ansehnliche Renditen boten. Benjamin Franklin soll gesagt haben: Wer die Freiheit aufgibt, um Sicherheit zu gewinnen, wird am Ende beides verlieren. Ob im Sinne der modernen Kapitalmarkttheorie eine Konzentration der Anlagemöglichkeiten

auf reine Zinspapiere in einem Währungsraum dann wirklich vorsichtig ist, kann kontrovers diskutiert werden. So beinhaltet z. B. die Anlageverordnung für Versicherungen schon das Gebot der Mischung und Streuung. Anleihen sind und waren per se nie risikolos. Stand lange Zeit das Emittentenrisiko im Vordergrund der Risikoperzeption von Stiftungsanlegern, zeigt sich jetzt schmerzhaft das Wiederanlagerisiko als eigentliches Risiko. Was tun, wenn die Anleihen mit ansehnlichen Kupons auslaufen und mit Minirenditen wiederangelegt werden müssen?

Dass die angespannte Lage an den Kapitalmärkten eine Überprüfung der Investitionsstruktur und ggf. eine Neuausrichtung erforderlich macht, steht außer Frage. Doch es wäre fatal, ohne strukturierten Planungsprozess an der Risikoschraube zu drehen und die neuen Überlegungen neu zu dokumentieren. Das bloße Vorliegen von Anlageverlusten stellt noch keine Pflichtverletzung dar und führt nicht per se zur Haftung. Solange der Stiftungsvorstand seine Entscheidung im Rahmen des zugestandenen unternehmerischen Ermessensspielraums getroffen hat, verletzt er seine Pflichten nicht. Besonders bemerkenswert ist aber auch die Tatsache, dass gemäß einer aktuellen Analyse des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen immer noch rund 49 % der Befragten keine Anlagerichtlinie schriftlich festgelegt haben und damit auf eine der kostengünstigsten Maßnahmen verzichten, um die Haftungsrisiken zu beschränken.

Grundsätzlich gilt die Empfehlung, dass jedes Vermögen, das fiduziarisch verwaltet wird, ein Mindestmaß an Governance-Regeln aufzustellen hat. Hier können vier Steuerungsebenen genannt werden:

1. Artikulierung einer klaren Investmentphilosophie, um die Grundlage für eine robuste langfristige Investmentstrategie zu setzen. Diese dient der Rechenschaft gegenüber den Stiftungsgremien, die diese im Idealfall behandeln und verabschieden,

sowie der Stiftungsaufsicht, denn sie weist nach, dass sich der Stiftungsvorstand mit der Vermögensanlage bewusst und strategisch auseinandergesetzt hat.

2. Hieraus lassen sich mit geeigneten Kapitalmarktmodellen Zielerwartungen für Rendite und Risiken für alternative Zeithorizonte ableiten.

3. Die Formulierung der konkreten Anlagerichtlinien beschreibt dann das zulässige Anlageuniversum, die Mischungs- und Streuungsanforderungen, Qualitätsvorgaben an Einzeltiteln, Zulässigkeit von konkreten Anlagevehikeln, Anlagestil, Risikostrategie und zu beachtende Nebenbedingungen (z. B. Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsgrundsätzen).

4. Die Auswahl und das Monitoring geeigneter Benchmarks dokumentiert die Kontrollverantwortung des Stiftungsvorstandes. Einerseits sollte regelmäßig die eingeschlagene Strategie („Tun wir das Richtige?“) kontrolliert werden und andererseits die Umsetzung („Tun wir es richtig?“).

Die Praxis zeigt, dass aber auch einige Fehler bei der Formulierung solcher Anlagerichtlinien gemacht werden. Welche Fehler sollten vermieden werden?

1. Überregulierung kann schnell zu einem zu engen Korsett für die mit der Vermögensverwaltung betrauten Entscheidungsträger werden und notwendige Flexibilität einschränken.

2. Kleinteilige Vorgaben erzeugen einen großen Aufwand an Monitoring.

3. Unterschätzung und Überschätzung von Risiken. So ist es z. B. sinnvoll, für Unternehmensanleihen gewisse Qualitätsvorgaben zu definieren, um nicht plötzlich ein High-Yield-Portfolio sein eigen zu nennen. Dagegen ist es ineffizient, bei relativ geringen Aktienquoten z. B. auch noch für internationale Aktien eine Währungssicherung zu verlangen.

4. Eine Anlagerichtlinie wird immer wieder überarbeitet werden. Zu komplizierte Modifizierungsprozesse hindern ein „Lernen“ mit den Realitäten.

Fazit: Freiheit braucht Verantwort-

tung! Sowohl für Stiftungen, die überhaupt noch keine Anlagerichtlinien implementiert haben, als auch für Stiftungen mit „veralteten“ Anlagerichtlinien gibt es derzeit gewichtige Gründe, dieses Thema auf die

Agenda zu nehmen. Anlagerichtlinien bieten allen an der Vermögensanlage einer Stiftung Beteiligten eindeutige Leitplanken für ihre jeweilige Aufgabe.