

# &Stiftung Sponsoring

Ausgabe 3|2013

Das Magazin für Nonprofit-  
Management und -Marketing

www.stiftung-sponsoring.de

**INVESTITION IN SACHWERTE:  
VERMÖGEN ERHALTEN, ERTRÄGE ERZIELEN,  
MISSION ERFÜLLEN**

## **GESPRÄCH**

Bernhard Knappe, Vorstand einer Stiftung mit hohem Immobilienbestand, zu Kriterien diversifizierter und verlässlicher Anlagepolitik

## **AKTUELLES**

Strategische Nachfolgeplanung als Überlebensfaktor: Aktuelle Studie zu Organisationen in der Sozialwirtschaft zeigt Defizite und Lösungen

## **SCHWERPUNKT**

Niedrige Zinsen und hohe Volatilitäten lenken den Blick auf Sachwerte, alternative Anlageformen und ein konsistentes Risikomanagement

# DER ZINS IST TOT – ES LEBE DIE RISIKOPRÄMIE

## Paradigmenwechsel in der Anlage von Stiftungsvermögen

von Frank Wettlaufer, Basel

**Das Zinsniveau nahe Null erfordert einen radikalen Perspektivenwechsel für Stiftungen, die ihre Tätigkeit nicht massiv einschränken wollen. Aus Anlegern müssen Risikomanager werden. Statt auf risikolose Zinsen zu setzen, müssen sie das Stiftungskapital zukünftig als Ertragsquelle für Wagnisprämien verstehen.**

Aus dem risikolosen Zins ist das zinslose Risiko geworden. Dieses Bonmot fasst prägnant die neue Realität zusammen: Zum einen die Erkenntnis, dass es für die nächsten 5 bis 20 Jahre keinen risikolosen Zins mehr gibt; die Renditen für relativ sichere Staatsanleihen stehen bei mehr oder weniger Null. Zum anderen werden selbst bislang als sicher geltende Schuldner nicht mehr als risikolos angesehen; nach dem Ausfall von Griechenland gelten auch die bisher als sicher eingestuften Staatsanleihen aus OECD-Ländern als risikobehaftet. Anders ausgedrückt: Jede Anlage mit positiver Rendite ist riskant.

### VOM ANLEGER ZUM RISIKOMANAGER

Auf der Suche nach Ertrag muss der Stiftungsvorstand zukünftig einen radikalen Perspektiven- und Einstellungswechsel vornehmen: Er wird gezwungenermaßen zum Risikomanager, der das Wagnis sucht, da nur dieses noch einen Ertrag verspricht. Statt Anlagen zu zeichnen, die einen (etwas) höheren Zins versprechen, und zu hoffen, dass alles gut geht, muss nun nach Anlagen gesucht werden, deren Erträge und Risiken stets kalkulierbar sind. Für den Verantwortlichen ist damit ein neuer Blick auf die bei Stiftungen beliebten Asset-Klassen verbunden.

### UNTERNEHMENSANLEIHEN-PORTFOLIO SICHERER ALS STAATSANLEIHEN

Den radikalsten Perspektivenwechsel gilt es bei Staatsanleihen vorzunehmen. Sie sind eher unkalkulierbar als riskant; die (Ausfall-)Wahrscheinlichkeit von Staaten lässt sich sehr schwer berechnen. Zu ungewiss sind die Zahlungswilligkeit der Politiker und die Reaktion der Kapitalmärkte. Es liegt zu wenig Erfahrungswissen vor, um seriös abschätzen zu können, ob eine Risikoprämie von 4 % für z.B. italienische Staatsanleihen das Risiko eines Zahlungsausfalls adäquat kompensiert. Für die 4 % rentierende Unternehmensanleihe hingegen gibt es

eine lange Erfahrungsreihe über die Wahrscheinlichkeit und Modalitäten von Zahlungsausfällen. Auch eine breite Streuung der Staatsanleihen ist schwierig, denn im Vergleich zu Unternehmen ist die Zahl staatlicher Emittenten wesentlich geringer.

### SCHEINDIVERSIFIKATION VERMEIDEN

Darüber hinaus ist die Anlage in verschiedenen Staatsanleihen eine Scheindiversifikation – ähnlich der Anlage in den zigsten Automobilhersteller. Die Wahrscheinlichkeit einer wesentlich höheren Korrelation der Ausfälle von Staaten als von Unternehmen ist sehr hoch. Wenn z.B. Frankreich seine Schulden nicht mehr bedient, ist die Wahrscheinlichkeit, dass auch Belgien seine Schulden nicht zurückzahlt, hoch, zumindest höher als die, dass Daimler seine Schulden nicht bedient, wenn IBM insolvent wird. Statt große Teile des Vermögens in Staatsanleihen zu investieren, empfiehlt sich als risikominimierte Anlage daher ein breit gestreutes Portfolio erstklassiger Unternehmensanleihen.

### ENTDECKE DIE MÖGLICHKEITEN

Aus dem Ertrag erstklassiger Unternehmensanleihen können viele Stiftungen allerdings ihre Ausgaben nicht vollständig finanzieren. Ein Portfolio von Unternehmensanleihen bester Güte rentiert derzeit rund 1,7 %, d.h. circa 1,2 % nach Kosten bei eigener oder 0,7 % bei externer Vermögensverwaltung.

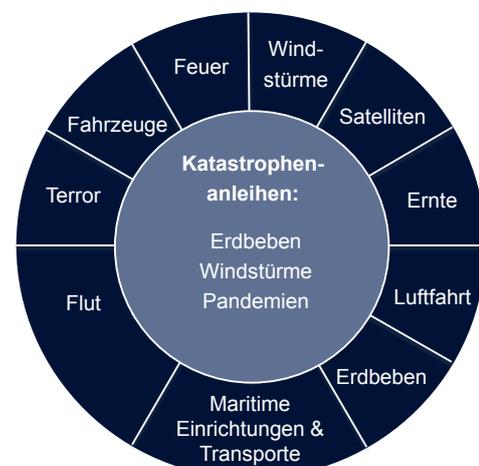


Abb. 1: Anlageuniversum für Versicherungsgeschäft (ILS)

**S&S AUF FACEBOOK**  
www.facebook.com/StiftungSponsoring



Um die notwendigen Risikoprämien zu verdienen, bieten sich als neue Anlagemöglichkeit das Kredit- und das Versicherungsgeschäft an. Eine relativ bekannte Vermögensklasse sind hochverzinsliche Unternehmensanleihen. Ähnlich wie eine Bank trägt der Anleger ein Kreditrisiko und erzielt dafür eine Prämie. Obwohl die Renditen in der jüngsten Vergangenheit im Gleichklang mit dem allgemeinen Zinsrückgang gesunken sind, erscheinen die Risikoprämien von derzeit rund 5 % immer noch recht attraktiv.

**NUR DER NAME IST KATASTROPHAL**

Noch attraktiver als das Kreditgeschäft ist die Generierung von Versicherungsprämien. Bei dieser relativ neuen Vermögensklasse übernimmt der Anleger Teile der Versicherungsrisiken, welche die Kapitaldecke von (Rück-)Versicherungen überschreitet. Die Kosten aus 100 Hausbränden aufgrund von umgefallenen Kerzen, kann eine Versicherung einkalkulieren und verkraften. Die Schadenssumme von 1.000.000 Versicherungsfällen aufgrund einer Katastrophe wie ein Erdbeben, muss die Versicherung anderweitig versichern. Dies macht sie durch die Emission von Anleihen, die den wenig schmeichelhaften Namen „Katastrophenanleihen“ tragen. Versichert werden mit solchen – an Versicherungsereignisse gebundenen – Wertpapieren („Insurance Linked Securities“) eine große Bandbreite von Ereignissen (s. Abb. 1). Für Ereignisse, deren Eintrittswahrscheinlichkeit bei 2-3 % p.a. liegen, werden Renditen von 8-10 % gezahlt. Ein breit diversifiziertes Portfolio an Versicherungsrisiken bietet also eine attraktive Risikoprämie von 5-7 %.

**SYSTEMATISCHES NATURRISIKO EXISTIERT NICHT**

Der große Vorteil solcher Versicherungsrisiken liegt darin, dass es kein systematisches Naturrisiko gibt, welches Katastrophen wie Erdbeben, Tornados oder Flugzeugabstürze gleichzeitig auslöst. Der Wert des Bonds, der das Erdbebenrisiko in Japan versichert, wird von dem Erdbeben in San Francisco nicht betroffen sein. Im Gegensatz dazu gibt es bei Aktien und Anleihen das systematische Konjunkturrisiko. Wenn es zu einer Rezession kommt, verlieren die Staatsanleihen und Unternehmensanleihen schwacher Emittenten gleichermaßen wie Aktien. Aufgrund der Nichtexistenz des systematischen Naturrisikos sind die Versicherungsrisiken sowohl untereinander als auch mit dem Kapitalmarkt unkorreliert. Sie führen somit zu keiner Scheindiversifikation, sondern bieten einen echten Mehrwert. Gleiches gilt übrigens auch für ein breit gestreutes Portfolio von Wind- und Solaranlagen, deren Ertrag von prognostizierbaren Wind- und Sonnenstunden statt von Unternehmenserträgen und Zinsen abhängt.

**RISIKOPRÄMIE SINKT – AKTIENERTRAG BLEIBT**

Mit zunehmender Suche nach Rendite werden die Risikoprämien sicherlich unter Druck kommen. Stiftungen müssen sich also darauf einstellen, künftig auch hier mit weniger Ertrag auszukommen. Vor diesem Szenario wird deutlich, dass insbesondere Aktien als Investment interessant sind. Sinkende Risikoprämien führen zu steigenden Kursen und damit Rück-



Abb. 2: Zinsen fallen, Dividenden steigen

lagen. Wichtiger für ertragsuchende Stiftungen ist jedoch, dass die Dividenden tendenziell mit dem Bruttosozialprodukt ansteigen. Viel spricht dafür, dass die Risikoprämien den abschüssigen Weg der Zinsen gehen, Unternehmen aber weiterhin ihre Dividenden erhöhen werden (s. Abb. 2). In einem breit diversifizierten Portfolio voll von – am besten gleichmäßig verteilter – Risiken sollte daher eine große Aktienposition nicht fehlen.

**KURZ & KNAPP**

Es ist mittlerweile weithin anerkannt, dass die finanzielle Repression noch über mindestens zehn Jahre niedrige Zinsen mit sich bringen wird. Stiftungen sind daher gefordert, sich in der Anlage ihres Vermögens den Herausforderungen des Risikomanagements zu stellen. Auch mit einem hohen Bestand an freien Rücklagen dürfte sich die Zeit niedriger Zinsen nicht überbrücken lassen. Das Problem auszusetzen und von den freien Rücklagen zu leben, würde das Problem nur auf die Zukunft verlagern. Die Freie Rücklage sollte vielmehr als Risikopuffer eingesetzt werden, um zukünftige Wertschwankungen risikobehafteter Kapitalanlagen, wie z.B. (hochverzinsliche) Unternehmens- oder „Katastrophen“anleihen und Aktien abfedern zu können. ■

**ZUM THEMA**  
**in Stiftung&Sponsoring**  
**Funken, Arndt:** Von der Rendite zum Risiko? Drei Regeln der Vermögensverwaltung von Stiftungen, S&S 3/2012, S. 18-19  
**Güldner, Jens:** Orientiert an ESG. Begrenzung von Risiken durch ethisch-nachhaltige Vermögensanlagen, S&S 3/2012, S. 24-25  
**Schindler, Ambros:** Unmöglich? Wege aus der finanziellen Repression, S&S 3/2012, S. 14-16

Frank Wettlauffer betreut institutionelle Kunden bei der Bank Sarasin & Cie AG, ab 1.10.2013 bei der NOTENSTEIN PRIVATBANK AG, frank.wettlauffer@gmail.com, www.sarasin.ch

