

„Stiftungen müssen über ihre Zweckumsetzung kreativer nachdenken“

Das Niedrigzinsumfeld stellt Stiftungen vor Herausforderungen in der Kapitalanlage. Mit ausgefeilter Risikoabsicherung, diszipliniertem Investmentvorgang und handwerklich gut umgesetzten langfristigen Strategien – kurz: der Professionalisierung der Vermögensanlage – könnten Stiftungen aber adäquat reagieren. So lautet das klare Ergebnis der Zürcher Debatte, die im Kulturzentrum Helferhaus in der Kirchgasse stattfand. Teilnehmer waren: *Philippe Bonvin* (Managing Director Vontobel Asset Management), *Dr. Christoph Degen* (Geschäftsführer von ProFonds, dem Dachverband gemeinnütziger Stiftungen in der Schweiz), *Diego Föllmi* (Mitglied der Geschäftsleitung der CE Asset Management) und *Lukas von Orelli* (Geschäftsführer der Velux Stiftung und Vorstandsmitglied bei SwissFoundations, dem Verband Schweizer Förderstiftungen). *Von Stefan Preuß*

DIE STIFTUNG: Herr Bonvin, wie sehen Sie die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten: Ist die Zinswende mit dem Anstieg seit Mitte April eingeleitet?

Bonvin: Wir hatten in den vergangenen Jahren mit immer tiefer fallenden Zinsen für die Bondanleger ein sehr freundliches Marktumfeld. Dies nicht zuletzt wegen der starken Interventionen der verschiedenen Zentralbanken seit 2008/2009. Durch diese Eingriffe haben wir es heute mit stark beeinflussten und tief gehaltenen Zinsen zu tun. Früher konnten Stiftungen Staatsanleihen kaufen, bis zur Fälligkeit halten und von den Erträgen die Inflation ausgleichen und ihren Verpflichtungen nachkommen. Heute müssen die Stiftungen verstärkt Risiken eingehen, um diese Ziele zu erreichen. Dies ist vertretbar, solange eine risikokontrollierte Anlagestrategie umgesetzt wird, die die Portfoliorisiken aktiv steuert, diversifiziert und schnell und flexibel auf Marktänderungen reagiert. Die Lösung kann nicht sein, Renditeziele zum Beispiel einfach durch den Kauf einer 30-jährigen italienischen Staatsanleihe erreichen zu wollen. Denn damit würden Stiftungen stark konzentrierte Risiken eingehen. Die Situation heute ist für Stiftungen zwar schwieriger, aber sie ist beherrschbar.

DIE STIFTUNG: Das Wort flexibel ist gefallen. Herr Föllmi, gilt es heute für Stiftungen generell, dass sie flexibler sein und ihr Kapital aktiv managen müssen?



Lukas von Orelli (Velux Stiftung), Tobias M. Karow (DIE STIFTUNG), Philippe Bonvin (Vontobel Asset Management) und Diego Föllmi (CE Asset Management) diskutierten mit Stefan Preuß (nicht im Bild) über aktuelle Implikationen für die Asset Allocation einer Stiftung (von links).

Föllmi: Ich bin davon überzeugt. Wir denken nicht, dass eine grosse Zinswende bevorsteht, aber es gibt ein Aufwärtspotenzial. Das ist in absoluten Zahlen nicht so gross, aber es kann relativ gesehen gross sein, und das ist das Problem. Das Aufwärtspotenzial wird dabei weniger von den fundamentalen Gegebenheiten getrieben, sondern mehr vom Risiko her. Die Spreads zwischen Staatsanleihen und High Yields werden sich verändern,

weil Investoren sich wieder vermehrt über Risiken bewusst werden. Auch bei den Aktien ist insgesamt gesehen einiges an Risiko über die Bewertung drin. Wir analysieren die Performancequalität des Aktienmarktes, aber auch der einzelnen Firmen, mit einem Total Shareholder Value Ansatz. Das heisst, dass wir den fundamentalen Beitrag von Umsatzwachstum, Margenwachstum, Dividende und den Effekt der Bilanzverdichtung

➔ (Deleveraging) zur Performance messen und die Differenz zur Marktperformance einer Erwartungsprämie entspricht. Diese Analyse zeigt, dass die Erwartungsprämien derzeit in einigen Märkten, wie z.B. Europa oder in der Schweiz, relativ hoch sind, auch im historischen Vergleich. So betrachtet sind von der Bewertung her die Risiken im Aktienmarkt in den letzten Monaten angestiegen. Vergleicht man es aber mit anderen Assetklassen wie Anleihen, relativieren sich die Risiken etwas.

DIE STIFTUNG: Das hätte vor zehn Jahren niemand für möglich gehalten: Mehr Risiko auf der Anleienseite als am Aktienmarkt?

Bonvin: Die Volatilität wird bei den Aktienmärkten weiterhin höher sein als im Rentenmarkt. Aber trotzdem werde ich auf lange Sicht mit einer Nestlé besser fahren als mit einer Schweizer Staatsanleihe, die derzeit negative Zinsen abwirft. Irgendwann wird der Zins auch in der Schweiz wieder steigen, und dann wird sich eine langlaufende Staatsanleihe bewegen.

DIE STIFTUNG: Herr von Orelli, wie geht denn die Velux Stiftung mit der Situation um, wie reagieren Sie auf den 17. April, als Anleihe-Guru Bill Gross 10-jährige Bundesanleihen als „short of a lifetime“ bezeichnete und die Zinsen tatsächlich stiegen?

von Orelli: Nun gut, am 15. Januar hatten wir in der Schweiz eine grössere Herausforderung. Aber generell ist die Situation viel anspruchsvoller als vor einigen Jahren, als man einfach die Rentenpapiere ins Depot legen konnte. Allerdings halte ich die Hysterie um die niedrigen Zinsen für übertrieben. Unsere Stiftung hat in den vergangenen drei Jahren durchschnittlich mit 9% performt. Nicht weil wir besonders risikofreudig wären, sondern weil wir aktiver investiert haben. Wir sind sehr international investiert, das hat uns allerdings auch schon mal Verluste beschert, und grundsätzlich sehr breit aufgestellt. Anleihen haben wir klassisch in EUR, CHF und USD, aber wie haben auch einen 15%-igen Anteil High Yields, einen Aktienanteil von 40% und auch Private Equity. Wir haben durch das Family Office und unsere Grösse mit einem Stiftungskapital von etwa 200 Mio. EUR die Möglichkeiten dazu, das haben kleinere Stiftungen natürlich nicht. Aber ich bin auch im Stiftungsrat von kleineren Stiftungen, und auch die haben Renditen etwa



Philippe Bonvin ist Leiter der Einheit Outcome Driven Investments (ODI) bei Vontobel Asset Management.

wie Pensionskassen erreicht. Also diese Angst, dass einem nun wegen der Niedrigzinsen das Einkommen ausgeht, halte ich für einen Mythos. Wer in den vergangenen Jahren keine Rendite erwirtschaftet hat, sollte wohl eher – mal provokativ formuliert – den Assetmanager wechseln.

Degen: Oder überhaupt einen professionellen Assetmanager bzw. Vermögensverwalter beiziehen. Zahlreiche, vor allem mittlere und kleinere Stiftungen sind sich noch immer zu wenig der Bedeutung einer professionellen Anlage des Stiftungsvermögens bewusst. Ich teile die Auffassung, dass die Stiftungen trotz Niedrigzinsen in den letzten Jahren und noch heute mit einer passenden Anlagestrategie und einer umsichtigen Vermögensverwaltung genügende Renditen erwirtschaften konnten bzw. können.

Bonvin: Klar, in den vergangenen Jahren konnte man mit einem Anleiheportfolio Geld verdienen, mit einem Aktienportfolio auch. In zwei, drei Jahren wird das nicht mehr so sein. Die Zinsen werden steigen, mit allen Folgen auf der Anleihe-seite mit fallenden Kursen. Es wird in Zukunft sehr schwer werden, mit einem Anleihenportfolio Geld zu verdienen.

von Orelli: Da kann ich Ihnen zustimmen: In der Zukunft wird es auf dem Rentenmarkt extrem anspruchsvoll. Aber Stiftungen können darauf ja flexibel reagieren. Wir können Private Equity machen, wir können unternehmerisch denken und direkt in Unternehmen investieren. Solange die Wirtschaft läuft, können die Zinsen Bocksprünge machen, aber wir immer noch unser Geld verdienen.



Dr. Christoph Degen ist Partner der DUFOR Advokatur Notariat und Geschäftsführer von proFonds.

Föllmi: Die Situation hat sich eindeutig geändert: Früher konnte man die Obligation bis zum Verfall halten und dann, in der Regel zu ähnlichen Zinsen, die freigeordneten Mittel wieder anlegen. Wahrscheinlich laufen in vielen Stiftungsportfolios noch gut verzinsten, langlaufenden Anleihen. Aber wenn die auslaufen – was kommt dann?

von Orelli: Ich möchte hier auf die Art des Investierens für Stiftungen hinweisen, bei der mit dem Investment bereits der Stiftungszweck verfolgt wird: Wenn wir in Unternehmen investieren, die im Bereich unseres Zwecks liegen, und wir dadurch zumindest Kapitalerhalt gewährleisten können, dann haben wir nichts falsch gemacht. Auch wenn wir keine Zuwendung machen konnten, haben wir das Geld doch so eingesetzt, dass wir unseren Zweck erfüllt haben. Sicher kommt es bei dieser Möglichkeit auf das Themenfeld der Stiftung an, aber im sozialen Bereich oder wie bei uns, die wir medizinische Forschung fördern, ist das gut umsetzbar. Stiftungen müssen über ihre Zweckumsetzung einfach kreativer nachdenken.

DIE STIFTUNG: Herr von Orelli erwähnt die Art des Investierens bei Stiftungen, insbesondere auch Investments, die der Zweck-erfüllung dienen sollen. Herr Degen, was ist aus stiftungsrechtlicher Sicht dazu und generell zur Anlage von Stiftungsvermögen zu sagen?

Degen: Stiftungen sind einem bestimmten Zweck gewidmete Vermögen. Die sorgfältige Anlage des Stiftungsvermögens ist daher ebenso unabdingbar wie die ange-



Diego Föllmi ist Mitglied der Geschäftsleitung der in Meilen/Zürich ansässigen CE Asset Management AG.

messene Erfüllung des Stiftungszwecks. Bei der Vermögensanlage sind die sogenannten *prudent investor rules* zu beachten. Dies sind die Gebote der Sicherheit, Diversifizierung bzw. Risikostreuung, der angemessenen, sprich marktkonformen, Rendite und der stetigen Liquidität im Hinblick auf die Finanzierung der Stiftungstätigkeiten. Diese Gebote stehen in einem gewissen Spannungsverhältnis zueinander. Das zuständige Stiftungsorgan ist verpflichtet, ein ausgewogenes Verhältnis zwischen diesen Geboten herzustellen. Sämtliche *prudent investor rules* sind auch bei stiftungszweckbezogenen Anlagen, sogenannten *mission based investments*, zu respektieren. Neben den Geboten der Sicherheit und Diversifizierung gelten auch bei solchen Investments insbesondere die Gebote der marktkonformen Rendite und der Liquidität. Illiquide *mission based investments* sind daher für Stiftungen eher problematisch. Und bei ungenügender Rendite müsste geprüft werden, ob das betreffende Investment als Stiftungsprojekt statt als Vermögensanlage betrachtet werden kann. Diesfalls gelten allerdings die für die Zweckerfüllung bzw. Stiftungsprojekte geltenden Kriterien und Budgetvorgaben.

DIE STIFTUNG: Es gibt ja das Bonmot, wonach die Dividende der neue Zins sei. Herr Föllmi, Sie sind Verfechter von Qualitätsaktien, stimmt dieser Spruch?

Föllmi: Es besteht durchaus eine gewisse Gefahr in dieser Sicht. Dividende ist schön und gut, aber man darf sich nicht von der Dividende blenden lassen. Das



Lukas von Orelli ist Geschäftsführer der Velux Stiftung.

tiefe Zinsniveau schafft aus unserer Sicht auch Anreize, die sehr gefährlich sind, etwa wenn Unternehmen Kapital aufnehmen, nur um die Dividenden bezahlen zu können. Das ist sicherlich betriebswirtschaftlich nicht nachhaltig. Dividenden können ein Teilersatz sein für fehlende Erträge bei Renten, aber schauen Sie sich zum Beispiel den S&P 500 vergangenes Jahr an: Da haben Versorger am besten performt, sicherlich auch weil sie hohe Dividendenrenditen bezahlt haben. Aber wenn man die Qualität der Unternehmen betrachtet, dann ist die miserabel.

von Orelli: Dividenden-Aktien sind eine Kategorie, in die man als Stiftung prinzipiell gut investieren kann. Bei der Velux Stiftung schauen wir aber mehr auf die Gesamtrendite, also auch auf die Kursentwicklung. Dividendenaktien haben das Profil, klassischerweise weniger Volatilität aufzuweisen, dafür aber auch wenige Chancen beim Kurs. Ich bin aber auch in einer Stiftung engagiert, die hat ausschliesslich Aktien im Portfolio, unter anderem aus einer Erbschaft ein grosses Paket eines Schweizer Unternehmens. Da haben wir in den vergangenen zehn Jahren von der Dividende gelebt, da interessiert die Zinsentwicklung nur am Rande. Gerade für kleinere Stiftungen kann das ein Weg sein. Stiftungen werden in der Schweiz häufig etwa bei der Geldanlage wie Pensionskassen behandelt, aber Stiftungen sollten anders investieren als diese klassischen institutionellen Investoren. Stiftungen sind zwischen Privatanleger und Institution angesiedelt.

Bonvin: Stiftungen sind in ihrer Anlage weniger an Benchmarks orientiert, und von daher kann man es sich da eher erlauben, einfach gute Qualitätsaktien im Portfolio zu haben und nicht so sehr auf die Volatilität zu schauen. Das ist ein grosser Vorteil von Stiftungen, dass sie dem quartalsgetriebenen Denken nicht folgen müssen, sondern eine Strategie laufen lassen können. Langfristig wird man so viel mehr Erfolg haben, als jedem Trend und jedem Basispunkt nachzulaufen.

Degen: Dem möchte ich beipflichten. Auch in Anbetracht der erwähnten *prudent investor rules* ist es unabdingbar, dass Stiftungen auch in qualitativ hochstehende Aktien investieren. So gebietet etwa die Diversifizierung der Anlagen nicht bloss eine Verteilung auf verschiedene Schuldner, Branchen und Länder, sondern auch die Anlage eines substantiellen Teils des Stiftungsvermögens in Sachwerte wie insbesondere Aktien. Leicht handelbare Qualitätsaktien mit ansprechender Dividende entsprechen auch den Geboten der marktkonformen Rendite und Liquidität.

DIE STIFTUNG: Ist dieser Gedanke schon hinreichend bei den Stiftungen angekommen?

Föllmi: Es gibt ganz stringent auf lange Sicht anlegende Stiftungen. Da haben wir schon gemeinsam Portfolios konzipiert, die so für eine Pensionskasse undenkbar wären. Es kommt zum Teil zu sehr komprimierten Portfolios, etwa von nur 25 Titeln, die wir aber alle zur absoluten Spitze zählen. Das funktioniert hervorragend mit Stiftungen. Natürlich spielt die Performance auch eine Rolle, aber der langfristige Werterhalt ist wichtiger. Wie das insgesamt aussieht, kann ich nicht beurteilen, aber wir haben genau das mit Stiftungen bereits umgesetzt.

Degen: Der Gedanke, dass Dividenden von Qualitätsaktien der neue Zins seien, ist nach meiner Einschätzung bei den Stiftungen noch nicht genügend angekommen. Viele Stiftungen weisen in ihren Portefeuilles noch immer eine starke Übergewichtung von Nominalwerten, vor allem in Form von Anleihen, auf. Vermögensaufteilungen mit höchstens 20 bis 30% Aktien und im Übrigen Nominalwerten sind nach wie vor weit verbreitet. Noch immer wird der sehr hohe, und eventuell zu hohe, Anteil von Anleihen mit dem Argument der Sicherheit begründet. Ein Argument, das angesichts der

➔ heutigen Umstände kaum mehr zu überzeu- gen vermag, Stichwort Zinsänderungs- risiko. Zudem blendet ein überhöhter Anteil von Anleihen die Gebote der Ren- dite und Liquidität aus.

DIE STIFTUNG: Anders gefragt: Sind Stif- tungen in ihrer Führung hinreichend resili- ent, um zwei, drei schlechtere Aktienjahre ertragen zu können?

Föllmi: Natürlich ist jeder Investor unter- schiedlich, und auch für Privatinvestoren ist es nicht immer leicht, Verluste auszu- sitzen. Aber wenn die einst gewählte Stra- tegie beibehalten wird und das Perfor- manceverhalten immer transparent im Stiftungsrat erklärt und kommuniziert wird, dann ist bei Stiftungen die Gefahr wesentlich geringer, dass bei Kursrück- gängen alles über den Haufen geworfen wird.

Bonvin: Woran ich fest glaube: Das beste Geschäft macht man in fallenden Märk- ten, wenn man nicht mit in die Tiefe geris- sen wird. Das ergibt sich schon aus dem Effekt, dass ich 100% gut machen muss, wenn ein Kurs sich halbiert hat. Eine ro- buste Asset Allocation, die versucht, Ver- luste zu minimieren, wird auf lange Sicht mehr Erfolg haben als eine aggressiver

auf tretende Stiftung. Ein Stiftungsportfo- lio muss so aufgebaut sein, dass man bei Marktkorrekturen unterproportional ver- liert. Nicht minder wichtig ist es, Optio- nen als Instrumente der Absicherung zu nutzen. Viele Kunden nutzen diese Stra- tegie ja privat: Eine Feuerversicherung ist wie eine Put-Option auf mein Aktienport- folio. Ich zahle eine Prämie, und wenn das negative Szenario eintritt, wird mein Verlust gedämpft. Mein Plädoyer gilt auch für Derivate, die kein Risiko bedeuten, wenn man sie richtig einsetzt. Im Gegen- teil, sie können die Volatilität reduzieren und man kann mit ihnen das Risiko steuern. Und es nutzt nichts, die Feuerversiche- rung dann abzuschliessen, wenn das Haus schon brennt.

Degen: So manche Stiftungsführung müs- te in Bezug auf schlechtere Aktienjahre resilienter sein. Abgesehen von Ver- brauchsstiftungen sind Stiftungen „für die Ewigkeit“ gedacht. Sie haben mit anderen Worten einen äusserst langen Anlagehori- zont. Dies erlaubt ihnen, auf bessere Akti- enjahre zu warten. Wichtig ist es, in schlechten Jahren keine überstürzten Handlungen, vor allem keine überstürzten Umschichtungen mit entsprechender Re- alisierung von Verlusten, vorzunehmen.

Wenn man, dem Gebot der Sicherheit fol- gend, qualitativ einwandfreie Aktien ge- kauft hat, wird man diese in schlechten Jahren liegen lassen können. Anders kann sich die Situation bei den Stiftungen prä- sentieren, die in der Öffentlichkeit Spen- den einwerben. Die Spendenmittel sind grundsätzlich für die Erfüllung des Stif- tungszwecks und nicht für Aktienanlagen bestimmt. Die längerfristig nicht benötig- ten Mittel lassen sich zu einem angemes- senen Teil in Aktien investieren. Zudem sollten die Verantwortlichen von spen- denfinanzierten Stiftungen die Volatilität der Aktien bzw. allfällige Buchverluste auf Aktien in die Stiftungskommunikation ge- genüber den Spendern einbeziehen.

DIE STIFTUNG: Sehr geehrte Herren, vielen Dank für diese interessanten Einblicke. ■

*Durch die Debatte führten
Tobias M. Karow und Stefan Preuß.*

