

„Diversifizierung ist das A und O“



Frau Lehmann, wie hat eine Stiftung mit einer halben Milliarde Vermögen 2019 ihr Geld angelegt?

Ann-Grit Lehmann: Die [Stiftung Erinnerung, Verantwortung und Zukunft \(EVZ\)](#) wurde im Jahr 2000 mit einem Grundstockvermögen von 358 Millionen Euro ausgestattet. Durch die sehr guten Kapitalanlageergebnisse verfügen wir nun über Assets in Höhe von 560 Millionen Euro. Diese sind diversifiziert investiert und werden zu 99 Prozent extern gemanagt. Unsere strategische Assetallokation sieht einen fast gleichgewichtigen Schwerpunkt auf Aktien und Anleihen vor. Die neutrale strategische Aktienquote liegt bei 43 Prozent. Wir differenzieren hier zwischen der globalen Aktienquote und einer europäischen Aktienstruktur mit Buy-and-Hold-Ansatz. Über die globale Struktur steuern wir die Investitionsquote taktisch. Der Fixed-Income-Schwerpunkt liegt im Bereich Unternehmensanleihen. 26 Prozent sind europäische Unternehmensanleihen, zehn Prozent US-Corporate Bonds. Zudem sind wir in europäische Pfandbriefe investiert. Darüber hinaus ist die Allokation mit Government-Bonds aus Europa und den Emerging Markets diversifiziert. Die illiquide Seite macht elf Prozent aus: Immobilien, Infrastruktur mit europäischem Fokus.

Herr Fritz, Sie betreuen gleich [drei Stiftungen](#) mit einem Gesamtvolumen von rund 2,1 Milliarden Euro und befinden sich mitten im Umbau.



Ann-Grit Lehmann ist Leiterin Finanzen bei der Stiftung Erinnerung, Verantwortung und Zukunft (EVZ), einer Einrichtung des Bundes. Fotos: Stefan Dworschak (3x)

Stefan Fritz: In enger Abstimmung mit den Gremien haben wir das Vermögensmanagement der Stiftungen neu ausgerichtet. Zunächst wurden die Anlageziele Vermögenserhalt, Ertrag, Risiko und Nachhaltigkeit in einem Grundsatzpapier festgelegt und im Anlageplan konkretisiert. Auf Basis einer strategischen Assetallokationsstudie erfolgte dann die Umsetzung in einer zweistöckigen Spezialfondsstruktur. Zuvor waren die drei Stiftungen jeweils mit eigenen Lösungen investiert. Das waren im liquiden Bereich Multi-Asset-Spezialfonds. Gerade sind wir dabei, eine Master-/Zielfondsstruktur aufzubauen, damit die Stiftungen ihre Anlagen bündeln können. Die größte Veränderung ist die globalere Ausrichtung, um eine breitere Risikostreuung zu erreichen. Bislang war die Anlage sehr auf Europa konzentriert. Diese Struktur wurde geöffnet, als neues Anlagensegment sind die Emerging Markets hinzugekommen – sowohl mit Blick auf Aktien als auch Anleihen. Über das Gesamtvermögen haben die Gremien einen Mindestanteil von 50 Prozent in Realwerten, also primär Aktien und Immobilien, festgelegt: bis zu einem Drittel Immobilien, außerdem liquide Anlagen und direkte Anlagen wie Schuldscheine. Das Währungsschwankungsrisiko ist Bestandteil der Anlagestrategie. Wir differenzieren wie Frau Lehmann in der Anlage nicht zwischen Grundstock und Gesamtvermögen.

Daniel Loch: Ich finde es positiv, dass Aktien bei den Realwerten einbezogen werden und diesen eine hohe Mindestquote in der Asset Allocation eingeräumt wird.

Herr Mägdefrau, Sie vertreten zwei kleinere, [regional aktive Stiftungen](#). Wie stellt sich die Situation dar?

Thorsten Mägdefrau: Ich betreue zwei kleine Stiftungen mit einem Gesamtvolumen von rund 340.000 Euro. Wir haben das Grundstockvermögen hauptsächlich im Geldmarkt geparkt, auf sicheren Konten – wir sind von Verwarentgelten noch befreit. Wir legen das Geld über dem Grundstock hauptsächlich in Aktienfonds und variabel verzinsliche Anleihen an. In den vergangenen Jahren hat sich einiges geändert: Die Aktienquote ist deutlich angestiegen, da wir keine andere Chance haben, ausreichend Rendite zu erzielen. In der kleineren Stiftung gehen wir mit dem Kapital in risikoaffinere Klassen wie Aktien. Hier haben sich die Rahmenbedingungen der Aufsicht verbessert. Wir müssen aber natürlich immer auf die Haftung des Vorstands schauen.

Lehmann: Seit dem Jahr 2011 legen wir bei der Ausrichtung der Allokation den klaren Fokus auf die Generierung ordentlicher Erträge. Der Rentenanteil betrug damals gut 70 Prozent. Dieser ist mittlerweile signifikant abgeschmolzen, wir haben zu Lasten europäischer Staatsanleihen in Unternehmensanleihen und Aktien umgeschichtet. Im Rahmen der Bond-Mandate wurden den Managern höhere Freiheitsgrade bei den taktischen High-Yield-Quoten eingeräumt. Mit diesen Maßnahmen konnten wir die ordentlichen Erträge nicht nur stabilisieren, sondern um 20 Prozent steigern.

Mägdefrau: Welche Rendite haben Sie mit diesem Ansatz erwirtschaftet?

Lehmann: Seit 2009 erwirtschafteten wir annualisiert 5,4 Prozent. Das Jahr 2018 haben wir durch einen Hedge auf der Aktienseite mit 2,6 Prozent abgeschlossen. Year-to-date liegen wir bei 8,6 Prozent. Die kurzfristige Zielrendite beläuft sich auf 2,5 Prozent. Die Stiftung ist dem realen Substanzerhalt verpflichtet – allerdings mittelfristig. Die EVZ hat diesbezüglich eine Sollvorschrift in der Satzung. Aufgrund des Inflationsausgleichs ergibt sich ein mittelfristiges Renditeziel von 4,4 Prozent.

Fritz: Unsere Zielrendite liegt bei drei Prozent: Zwei Prozent Ausgleich der Kerninflation, ein Prozent Ausschüttungsminimum, bezogen auf das Grundstockvermögen. Das muss allerdings nicht Jahr für Jahr stattfinden – 2018 hätten wir es auch nicht geschafft. Da haben wir keine

zwei Prozent erwirtschaftet.

Handelt es sich ebenfalls um eine Sollvorschrift?

Fritz: Die Stiftungen der Erzdiözese haben das anders gelöst. Es ist eine harte Vorschrift, aber wir haben einen Spielraum bei der Zielerreichung. Sie wird nicht jährlich gemessen, sondern wir sind auf die biblischen sieben Jahre festgelegt, ebenso beim Risikoziel. Das ermöglicht den Stiftungen, Erholungsphasen mitzunehmen. Daher hat uns das mäßige Ergebnis 2018 nicht aus der Bahn geworfen. Es macht sich zwar in der Ausschüttungspolitik bemerkbar, aber bezogen auf den Vermögenserhalt haben wir den zeitlichen Spielraum. Das Anlageziel betrifft nicht nur das Wertpapier-, sondern auch das Immobilienvermögen. Wertpapiere sind die Renditetreiber.

Loch: Den Anlagehorizont zu definieren, ist aus unserer Sicht ein wichtiger Aspekt. Wir sehen bei vielen Gesprächen, dass es den Handlungsspielraum in der Asset-Allocation einschränkt, wenn man zu sehr auf den Bilanzstichtag schauen muss.

Herr Mägdefrau, wie sind Ihre Renditevorstellungen?

Thorsten Mägdefrau ist Vorstand der Dr.-Ingrid-Schubart-Stiftung und der Stiftung der Eheleute Dr. med. vet. Hans-Joachim und Gertrud Engemann.

Mägdefrau: In Jahren wie 2018 haben wir mehr als zwei Prozent Rendite erreicht durch ältere Passivkonstruktionen, die bald auslaufen und teilweise auch noch mit Bonussystemen arbeiten und kurz vor ihrer Schlussfälligkeit noch Auszahlungen leisten. Deshalb war das für uns gar kein so schlechtes Jahr. In der Rückschau kommen wir auf Renditen von sechs bis acht Prozent. Dieser Wert ist natürlich deutlich gesunken. In den Jahren 2014, 2015 und 2016 waren wir im Eins-Komma- bis Zwei-Komma-Bereich. Dieses Jahr werden wir bei einer Stiftung eine Drei vor dem Komma schaffen. Bei der anderen liegen wir knapp unter zwei Prozent Rendite. Wir erfüllen so den Zweck, weil die Stiftung fast keine Kosten hat. Wobei wir bei einer der beiden Stiftungen keine Rücklagen mehr bilden, sonst könnten wir den Stiftungszweck nicht erfüllen.

Sind Dividendenrenditen ein Anlagethema für Sie?

Enno Fricke: Es bleiben kaum Alternativen zu Aktien. Dividendenrenditen sind oftmals um einiges höher als die Kupons von halbwegs sicheren Anleihen. Achten Sie bei der Aktienselektion auf hohe Dividendenwerte?

Fritz: Die Stiftungen fahren keine explizite Dividendenstrategie. Das wäre wahrscheinlich anders, wenn wir in Publikumsfonds investieren würden – aber im Spezialfondsbereich ist das Management flexibler bei der Ausschüttungspolitik.

Lehmann: Im Rahmen der Aktienallokation diversifizieren wir über Anlagestile und Regionen. Die Range reicht hier von einem passiven MSCI-World-Portfolio bis zu einem aktiv gemanagten Spezialfondsmandat mit einer globalen Dividendenstrategie. Im Jahr 2013 haben wir ein Sondervermögen mit einer Buy-and-Hold-Strategie strukturiert. Der Fokus liegt hier ganz klar auf ordentlichen Erträgen. Unterjährig erfolgt ein Monitoring zur Bonität und Dividendenstrategie, ein Portfolio-Turnover ist nicht vorgesehen. Sollte der Assetmanager Handlungsbedarf sehen, hält er mit mir Rücksprache. Seit der Strategieimplementierung haben wir nur drei Titel ausgetauscht. Die geplante Dividendenrendite von 3,5 Prozent nach Kosten wird stets generiert, teilweise auch übertroffen.

Herr Mägdefrau, sind ETFs für Sie ein Thema?

Mägdefrau: Ja. Aber wir werden in der Regel von assoziierten Banken mitberaten und kaufen eher Fondsprodukte, die nicht volatil sind. ETFs haben wir weniger.

Loch: Investieren Sie auch in Einzeltitel oder eher in Fondsprodukte?

Mägdefrau: In der kleineren Stiftung arbeiten wir mit Einzeltiteln, in der größeren eher im Fondsbereich. Bei der kleineren habe ich einen Puffer zum Grundstockvermögen von knapp 30 Prozent, der uns Spielraum gibt. Damit bekommen wir auch mal drei oder vier Prozent Rendite hin.

Wir haben über Renditeerwartungen und -ergebnisse gesprochen. Welche Rolle spielt Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage für Sie?

Mägdefrau: Ich habe die Erfahrung gemacht, dass Nachhaltigkeit vor allem Zeit kostet. Wenn wir Anlagen auswählen, müssen wir zunächst schauen, welche Anlagenform wir wählen. Dann prüfen wir, ob das Unternehmensziel dem Stiftungszweck entspricht. Ein Beispiel: Eine Tierschutzstiftung hat wegen der Tierversuche Schwierigkeiten, Pharmawerte zu kaufen. Für die kleinere Stiftung überlegen und diskutieren wir intensiv, welche Unternehmen in einem Portfolio enthalten sind und welche Ziele das Portfolio verfolgt.

Fritz: Stiftungen tragen beim Thema Nachhaltigkeit eine besondere Verantwortung. Für kirchliche Stiftungen gilt das umso mehr. Daher ist Nachhaltigkeit keine Nebenbedingung, sondern genauso ein Anlageziel wie das monetäre Ziel. Wir werden im Zuge des Neuaufbaus der Kapitalanlage alles – sowohl die gemanagten Wertpapiere also auch die Renten, Direktanlagen und Immobilien – mit einem Nachhaltigkeitskonzept versehen. Bei der Auswahl der Assetmanager, Kapitalverwaltungsgesellschaften und Berater legen wir besonderen Wert auf Nachhaltigkeitserfahrung.

Was sind Ihre Schwerpunkte?



Dr. Stefan Fritz ist Geschäftsführer der Bischof-Arbeo-Stiftung für kirchliche Schulen und Bildungshäuser in der Erzdiözese München und Freising, der St. Antonius-Stiftung der Erzdiözese München und Freising sowie der St. Korbinian-Stiftung der Erzdiözese München und Freising.

Fritz: Ich habe das Gefühl, dass in der derzeitigen Diskussion die Umweltziele dominieren. Die sozialen Nachhaltigkeitsaspekte scheinen etwas an Aufmerksamkeit der Investoren zu

verlieren. Auch Governance spielt in Deutschland und Europa eine geringere Rolle als in anderen Regionen. Wir versuchen, die drei ESG-Themen gleichmäßig zu berücksichtigen. Der Umweltaspekt ist wichtig, aber soziale Aspekte wie Menschenwürde oder Ausschluss von Ausbeutung ebenso. Governance steht zwar auch bei uns nicht so stark im Fokus. Aber wir haben dennoch einige Aspekte herausgefiltert, die uns in der Vergangenheit vor der einen oder anderen Fehlinvestition bewahrt haben. Etwa bei VW.

Lehmann: Wir haben 2010 angefangen, uns im Bereich der Kapitalanlage mit Nachhaltigkeit zu beschäftigen. Seit 2012 gibt es einen globalen Engagementprozess, der sich auf Kontroversen bei unseren liquiden Assets fokussiert. Bedingt durch die Historie der Stiftung EVZ legen wir den Fokus auf moderne Formen der Zwangsarbeit, Menschenrechts- und Arbeitsrechtverletzungen. Aktuell entwickeln wir die Strategie weiter und werden diese auch auf der illiquiden Seite ausrollen. Wir werden weiterhin mit Ausschlusskriterien und Dialogstrategien arbeiten und nehmen künftig zusätzlich die Finanzierung von kontroversen Projekten und Green Bonds in unsere Betrachtung auf. Insbesondere auf der liquiden Seite kann ein Investor seine individuelle Sichtweise auf das Thema Nachhaltigkeit sehr gut abbilden.

Holler: Wir machen das Thema Nachhaltigkeit mit einem Publikumsfonds speziell für Stiftungen zugänglich. Er basiert auf einem gemeinsamen Wertegerüst. So schaffen wir auch für kleinere Stiftungen den Rahmen für nachhaltige Investments.

Lehmann: Bei der Ausgestaltung der Nachhaltigkeit fokussierten wir bislang auf das S und das G bei ESG. Den Dialog mit Shell wegen Ölpipelines in Nigeria führten wir in erster Linie wegen Kontroversen im Bereich Menschenrechte. Ökologische Aspekte rücken nun zusätzlich in den Fokus. Governance ist uns sehr wichtig, auch bei unseren Partnern in der Kapitalanlage. Die Bestätigung, dass potentielle Partner in den letzten drei Jahren nicht wegen Business-Malpractice verurteilt wurden, ist fester Bestandteil unserer Ausschreibungen. In der Vergangenheit führten wir bereits den Dialog mit unseren Partnern zu Governance-Themen, der in zwei Fällen dann zu vertragsrechtlichen Konsequenzen führte.

Loch: Es ist wichtig, erst einmal den Dialog mit Unternehmen zu führen, um mögliche Veränderungen zu bewirken. Der Dialog hat natürlich auch Grenzen. Wenn über einen längeren Zeitraum keine Veränderungen festzustellen sind, werden Anlagen desinvestiert. Zugleich bleiben wir im Gespräch, obwohl das Engagement beendet ist. Unternehmen können sich wandeln und daher auch wieder interessant werden.

Fritz: Wir hatten einen Fall, bei dem Geldwäsche eine Ratingverschlechterung zur Folge hatte. Jetzt haben wir den Dienstleister gewechselt. Wenn man den Engagementprozess ernst nimmt, sollte man bereit sein, im Extremfall zu deinvestieren. Sonst verliert der Ansatz an Durchschlagskraft.



Foto: Jannis Benezeder

Wir erleben in der Redaktionsarbeit mitunter, dass Stiftungsakteure des Themas Nachhaltigkeit überdrüssig sind. Kennen Sie das?

Ralph Holler: Ich hatte schon den Fall, dass das Thema nicht so sehr im Fokus stand. Wir haben das aber mit der Argumentation eingefangen, dass Nachhaltigkeit auch mit Blick auf das Risikomanagement durchaus Sinn hat. Denn die Analysen eröffnen einen neuen, ganzheitlichen Blick auf Risiken.

Fricke: Gerade bei unternehmensverbundenen Stiftungen wird Nachhaltigkeit mitunter rein als nachhaltiger ökonomischer Erfolg verstanden. Wir stellen aber fest, dass sich diese Definition verändert und Nachhaltigkeit zunehmend weiter gefasst wird.

Loch: Das schlägt sich auch in den Ausschreibungen nieder, die wir erhalten. In jeder neuen Ausschreibung gibt es Anforderungen in Bezug auf Nachhaltigkeit.

Fritz: Bei unseren Stiftungen herrscht dank der Verankerung von Nachhaltigkeit in den Anlagezielen ein Grundkonsens. Die Orientierungshilfe der Deutschen Bischofskonferenz und des Zentralkomitees der deutschen Katholiken benennt für uns wichtige Inhalte. Das Bemühen um Nachhaltigkeit ist aber nie ganz abgeschlossen. Diskussionsbedarf besteht etwa noch im Bereich der Immobilien. Dort gibt es einen starken unmittelbaren Impact, etwa bei der Klimatechnik oder bei den sozialen Folgen der überhitzten Wohnimmobilienmärkte in Großstädten wie München. Wie gelingt es, dass unterschiedliche Kriterien nicht gegeneinander ausgespielt werden? Etwa wenn es um die Frage geht, wie man energetische Sanierungen und die Refinanzierung über möglicherweise höhere Mieten behandelt.

Lehmann: Ich sehe unsere Nachhaltigkeitsstrategie als Teil des Risikomanagementprozesses. Sie ist für uns inhaltlich sehr wichtig. Aber: Wir sind keine Aktivisten, unsere Aufgabe ist es, Ertrag zu generieren. Ich referiere halbjährlich vor meinen Kolleginnen und Kollegen über meine aktuellen Themen in der Kapitalanlage. Das Thema Nachhaltigkeit wird von allen getragen. Es ist richtig und wichtig, gerade bei uns als Bundeseinrichtung.

Wohin geht die Reise in den kommenden Jahren?

Lehmann: Ich erwarte den Crash seit Jahren (lacht). Durch die globale Notenbankpolitik haben sich die Assetpreise von der Realwirtschaft komplett entkoppelt. Ein deutliches Rückschlagpotential ist gegeben. In Verbindung mit dem Zinsniveau auf globaler Ebene wird deutlich, dass institutionelle Investoren mit großen Herausforderungen konfrontiert sind. Diversifizierung ist heute das A und O.

Herr Mägdefrau, wie sieht Ihr Ansatz für die Zukunft in Sachen Kapitalanlage für die Stiftungen aus?

Mägdefrau: Wir sind durchaus bereit, mehr ins Risiko zu gehen, um den Stiftungszweck weiterhin erfüllen zu können. Für die Stiftungsaufsicht in Hessen ist es nicht mehr so dramatisch, wenn das Grundvermögen durch Volatilität einmal unterschritten wird. Aber die professionelle, externe Verwaltung ist in jedem Fall der richtige Weg für uns.

Fritz: Ich glaube, so ruhig bleibt die Aufsicht nur dann, wenn eine professionelle Verwaltung oder zumindest ein nachvollziehbares Konzept hinter der Anlagestrategie steht. Wir sind als Stiftungen dann gut aufgestellt, wenn wir den langfristigen Anlagehorizont im Auge haben, breit diversifiziert und globalisiert sind. Wir müssen uns allerdings noch mehr Illiquiditätsprämien und Anlageklassen ansehen, die Langfristigkeit noch stärker nutzen.

Holler: Sparpläne können für Stiftungen sinnvoll sein. Die regelmäßigen Käufe lösen die Frage nach dem richtigen Einstiegszeitpunkt in den Kapitalmarkt. Der Faktor Zeit schlägt bei einer Anlage den Faktor Zeitpunkt.

www.bischof-arbeo-stiftung.de

www.schubart-stiftung.de

www.stiftung-evz.de