



Vermögensveranlagung von gemeinnützigen Stiftungen

Dr. Richard FRANZ
Institut für strategische Kapitalmarktforschung, WU Wien

März 2017



Gesetz und Wirklichkeit

Mit Inkrafttreten des Stiftungs- und Fondsgesetzes wurde am 1. Januar 2016 ein gesetzlicher Rahmen geschaffen, der in Österreich das Entstehen einer gemeinnützigen Stiftungslandschaft fördern soll. Zwar bietet der Gesetzesrahmen eine gute Orientierung zur Governance-Struktur, schlägt allerdings eine sehr risikoaverse Veranlagung¹ in Kombination mit einer zeitnahen Verwendung von Erträgen² aus dieser Veranlagung vor. Nun muss man kein Finanzmarktexperte sein um festzustellen, dass diese Art der Veranlagung und Ausschüttung mit dem Stiftungszweck in Konflikt geraten kann.

Geht man von einer typischen Zielausschüttungsquote von 3% bis 5% jährlich aus, addiert die erwartete Inflation von 1% bis 2% hinzu und berücksichtigt man dann noch das österreichische Unikum der Besteuerung von Kapitalerträgen von gemeinnützigen Stiftungen, wird eine langfristige gemittelte Rendite von zumindest 5.5% bis 9% notwendig. Selbst mit viel Phantasie werden risikoarme Veranlagungsformen keine geeignete Rendite abwerfen. Die erwirtschafteten Erträge aus der Veranlagung müssen zudem innerhalb von drei Jahren abzüglich einer Rücklage in Höhe von maximal 20% dem Stiftungszweck zugeführt werden. Damit wird es jedoch schwierig den Kapitalstock und damit die Ausschüttungen real zu erhalten.

Addiert man zu oben notwendigen langfristigen Renditen noch die Managementgebühren hinzu ist man schnell bei 6% bis 11% erforderlichen durchschnittlichen jährlichen Investmentreturn der Veranlagungsstrategie. An dieser Stelle ist noch nicht einmal von SRIs – Socially Responsible Investments - die Rede gewesen, die die Renditerechnung noch weiter erschweren können. Außerdem werden viele Stiftungen anfangs eher bescheiden ausgestattet sein und die ertragreiche Veranlagung von kleinen Kapitalsummen (< 10 Millionen Euro) ist wesentlich schwieriger als die großer Vermögensmassen.

Jene Leser, die an dieser Stelle noch nicht entmutigt das Schriftstück beiseitegelegt haben, sollten das auch jetzt nicht tun. Das Ziel des Textes ist gerade Awareness auf einen *der* zentralen Stiftungselemente, der Vermögensveranlagung zu legen. Die großen Universitätsstiftungen in den USA können hier als Inspiration herangezogen werden. Über einen langen Zeitraum erwirtschaften diese Institute Renditen von mehr als 10% jährlich. Die erforderliche Rendite zu erwirtschaften ist also möglich, wenn auch nicht einfach.

Veranlagungsvorteile einer gemeinnützigen Stiftung

Gemeinnützige Stiftungen sollten sich bewusst sein, dass sie einige Vorteile genießen, die andere Investoren nicht haben:

- (1) *Mittelabfluss*: Stiftungen haben, abgesehen von Ausschüttungen für den Stiftungszweck, keine Mittelabflüsse zu befürchten. Das Kernwesen einer Stiftung ist, dass Vermögensmittel dauerhaft zur Unterstützung des Stiftungszweckes übertragen worden sind. Das unterscheidet Stiftungen von Investmentfonds maßgeblich. Gerade in Zeiten hoher Risikoprämien, also nach Kurseinbrüchen, ziehen viele Investoren ihr Kapital ab. Das Management muss also gerade dann verkaufen, wenn es am ungünstigsten ist – nicht so bei Stiftungen.

¹ Vgl. § 8 Abs. 1 Z5 BStFG. Eine abweichende Veranlagung müsste festgelegt werden.

² Vgl. § 4b Abs. 1 Z1 EStG.

- (2) *Zeithorizont*: Die Mittelveranlagung kann aus einer sehr langfristigen Perspektive betrachtet werden. Das gestiftete Kapital kann vom Stifter nicht abgezogen werden. Der Stiftungszweck soll zeitlich unbefristet unterstützt werden.
- (3) *Netzwerk*: Insbesondere Institutionen wie Universitäten, Kunsteinrichtungen oder soziale Einrichtungen verfügen über ein großes Netzwerk an befreundeten Partnern, Förderer und dem Haus verbundene Personen. Diese können ein Schlüssel zu Know-How und Kontakten (Vermögensverwalter) sein, was sich positiv auf den Veranlagungserfolg der Stiftung auswirken kann.

Outsourcing vs. Selbstmanagement

Bei der Vermögensveranlagung sind zwei Stufen zu unterscheiden und zwar die strategische Allokation sowie die operative Umsetzung.

Die strategische Allokation definiert die langfristige Aufteilung der Stiftungsmittel: Wie viel soll in die unterschiedlichen Assetklassen wie Aktien und Anleihen investiert bzw. in unterschiedliche Strategien wie Value und Carry veranlagt werden? Soll es möglich sein explizite und/oder implizite Kredite (Futures, Optionen...) aufzunehmen oder nicht? Welche Anlageregionen sind geographisch möglich, welche sollen gemieden werden? Diese und ähnliche Fragen müssen unter Berücksichtigung der Statuten beantwortet werden.

Danach liegt es am operativen Management diese Allokation umzusetzen, d.h. entsprechende Käufe und Verkäufe zu tätigen. Bei adversen und opportunen Marktverläufen soll das operative Management auch kurzfristig im Sinn des Portfolios reagieren. Die tatsächliche Vermögensallokation kann folglich von der strategischen Allokation abweichen.

In beiden Fällen stellt sich die Frage, ob der Stiftungsvorstand oder zur Stiftung gehörende Personen selbst diese Entscheidungen treffen und diese auch ausführen sollen, oder ob externe fachkundige Personen bzw. Verwalter hinzugezogen werden. Dies kann die strategische Allokation, die operative Umsetzung oder beide Bereiche betreffen. Zu überlegen ist auch, wer für die Auswahl der strategischen und operativen Berater bzw. Mitarbeiter verantwortlich ist.

Bei der Überlegung, ob Outsourcing oder der Aufbau interner Strukturen vernünftig ist sollten folgende Punkte in die Entscheidung einfließen:

- (1) *Know-How*: Die Veranlagung von Stiftungsmittel zur Erzielung eines entsprechenden Ertrags ist nicht trivial. Soll das Management intern erfolgen, müssen qualifizierte Mitarbeiter angeworben werden, die das strategische und operative Management durchführen. Ebenfalls kann es notwendig oder gewünscht sein eine interne Kontrollinstanz aufzubauen. Qualifizierte Mitarbeiter müssen auch gehalten werden. Eine hohe Personalfuktuation ist mit hohen Friktions- und Suchkosten verbunden.
- (2) *Kosten*: Aus (1) folgt ein Fixkostenargument, das umso schwerer wiegt, je geringer die verwalteten Stiftungsmittel ausfallen. Diese Kosten reduzieren den Veranlagungserfolg für den eigentlichen Stiftungszweck und können überdies nicht steuerlich geltend gemacht werden³. Gesucht sind folglich spezialisierte Mitarbeiter, die möglicherweise bereit sind Ihr Wissen zu einem geringeren, als in der Finanzbranche üblichen Gehalt zur Verfügung zu

³ Vgl. § 12 Abs. 2 TS 2 KStG.

stellen. Zum Ausgleich können Stiftungen ein Umfeld bieten, das einen gesellschaftlichen Mehrwert bietet (Impact), eine relativ große gestalterische Freiheit in der Verwaltung verspricht und mit entsprechender Reputation verbunden ist.

- (3) *Kontrolle*: Erfolgt das Management der Stiftungsmittel intern, ist die Kontrolle und Transparenz maximal. Bei externem Management können die Prozesse oftmals – gewollt oder ungewollt – schwer nachvollziehbar sein.

Strategien

Die möglichen Strategien, die einer Stiftung offen stehen sind abhängig von der Größe der Stiftung, dem Zugang zu Know-How und dem Netzwerk:

1. *Kapital*: Nicht alle Assetklassen und Strategien sind schon mit kleinen Kapitalsummen zugänglich. Aktien und Anleihen, ETFs und viele Publikumsfonds sind schon für kleine Summen investierbar (< 1 Mio. EUR). Eine internationale Diversifikation über sophistische Strategien, die faktorbasiert Risikoprämien ernten, steht erst bei einem größeren Vermögensstock zur Verfügung (> 10 Mio. EUR).
2. *Know-How*: Der Zugang zu sophistischen Strategien bedingt Know-How. Dieses muss entweder intern vorhanden sein oder durch Berater erschlossen werden.
3. *Netzwerk*: Sehr hilfreich kann das Netzwerk einer Stiftung sein. Wie oben ausgeführt kann ein gutes Netzwerk der Schlüssel bzw. Kontakt zu Know-How im Veranlagungsmanagement, erfolgreichen Investmenthäuser und spezifischen Investitionsmöglichkeiten sein.

In Abhängigkeit der Verfügbarkeit dieser drei Komponenten sind im Wesentlichen drei Investmentansätze naheliegend, die in Tabelle 1 dargestellt werden. Die Tabelle ist so zu verstehen, dass die in den Spalten dargestellten und unten erläuterten Strategien ein Mindestmaß von Kapital, Know-How und Netzwerk bedingen. Dabei steht € für 1 Mio. EUR, €€ für 10 Mio. EUR und €€€ für 100 Mio. EUR und mehr als Richtwerte für das Stiftungskapital. Analog ist ein Rufzeichen für wenig, und drei Rufzeichen als umfangreiches Vorhandensein von Know-How und Netzwerk zu interpretieren. NV steht für nicht vorhanden.

	Passiver Marktansatz	Strategie-Investments	Manager-Selektion
Kapital	€	€€ / €€€	€ / €€ / €€€
Know-How	!	!!!	!! / !!!
Netzwerk	NV	NV / !! / !!!	!!!

Tabelle 1 - Investmentansätze

Ein *passiver Marktansatz* beschreibt eine Allokation in möglichst günstige, breit gestreute Investmentprodukte, die im Idealfall thesaurierend konstruiert sind (vgl. hierzu steuerliche

Erwägungen zu Ausschüttungen unten). Als Assetklassen stehen im Allgemeinen Aktien und Anleihen zur Verfügung die mittels günstigen ETFs investierbar sind.

Strategie-Investments beschreibt das Veranlagungsuniversum, das auf (akademisch) fundierte Risikoprämienallokation abzielt. Als Stichworte seien Carry, Value, Quality, Momentum, Volatilität genannt, die systematisch und im Wesentlichen auch passiv umgesetzt werden können. Solche Strategien bedürfen jedoch einer professionellen, durchdachten Umsetzung und sind – in der entsprechenden Diversifizierung – erst ab einer größeren Vermögensmasse zugänglich. Eine Ausnahme besteht natürlich dann, wenn über das Netzwerk der Stiftung eine kooperative Investmentgesellschaft gefunden wird, die diese Strategie innerhalb deren Fonds idealerweise vergünstigt verwaltet. Auch hier empfiehlt sich eine thesaurierende Veranlagung (vgl. unten).

Die akademische Literatur ist reich an Belegen, dass der durchschnittliche Investmentmanager für den Investor nach Managementkosten gegenüber einem passiven Investment in den Markt⁴ keinen Mehrwert liefert. Aus diesem Grund zielen die beiden oben kurz erwähnten Ansätze darauf ab möglichst wenig *aktives Management* zu benötigen. Das heißt allerdings nicht, dass es nicht äußerst erfolgreiche Manager gibt, die einen großen Mehrwert für die Investoren bieten. Die Schwierigkeit ist diese zu finden und in deren Strategien investieren zu können. Genau hier ist ein entsprechendes Netzwerk hilfreich, wenn nicht notwendig.

Zu beachten ist weiter, dass der Gesetzgeber Erträge aus Immobilien (Mietzins) und Beteiligungserträge (Dividenden) KEST-frei stellt⁵. Das heißt, der Staat fördert Investitionen in Immobilien und Beteiligungskapital mit hohen Ausschüttungen (Dividendenstrategien).

Insbesondere wenn rentabel vermietbare Immobilien direkt zugestiftet werden, kann das eine steuerlich attraktive Lösung für Stiftungen sein. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass Immobilien ebenfalls verwaltet werden müssen. Die schönste Rechnung kann zudem durch ein sanierungsbedürftiges Dach zunichte gemacht werden. Es empfiehlt sich Szenariorechnungen anzustellen. Immobilien finden sich in vielen Depots großer Stiftungen als Assetklasse wieder und dienen der Diversifikation, erfordern aber eben auch ein gutes Management. Auch bei dieser Investmentklasse könnte die Stiftung bzw. die dahinterstehende Institution versuchen ihr Netzwerk einzubinden.

Social Responsible Investments (SRI)

Für viele gemeinnützige Stiftungen wird es wichtig sein den gemeinnützigen Anspruch auch in der Vermögensveranlagung umzusetzen. Das kann Stiftungen vor Probleme stellen, da die Einschränkung der Vermögensveranlagung auf Kosten des Veranlagungserfolges gehen kann und somit die Sicherung der langfristigen Finanzierung des Stiftungszwecks torpedieren könnte. Wohlgermerkt wird sich eine Stiftung diese Frage schon früher stellen müssen, denn aus welcher Quelle kommen die zugestifteten Mittel überhaupt?

⁴ Unter Markt wird meist der Aktienmarkt verstanden.

⁵ Für eine gemeinnützige Stiftung gilt: Laut § 21 Abs. 2 und 3 KöStG ist Einkommen aus Vermietung und Verpachtung (allerdings nicht Einkünfte aus der Grundstücksveräußerung - § 1 Abs. 3 Z 4.) sowie Beteiligungserträge (§ 21 Abs. 2 Z 1; d.h. Dividenden / Gewinnausschüttungen) von inländischen und ausländischen Kapitalgesellschaften (§ 10. Abs. 1 Z 1 und Z 6.) steuerfrei. Dies gilt sinngemäß, wenn diese Ausschüttungen auf Dividenden beruhen, die von Kapitalgesellschaften im Sinne des § 10. Abs. 1 ausgeschüttet wurden.

Es hilft sich hier keinen Illusionen hinzugeben. Ein Portfolio, das ethisch einwandfrei ist, wird es nicht geben. Um ein – zugegeben plakatives – Beispiel zu geben: Kaum eine Stiftung mit SRI Kriterien wird Staatsanleihen von entwickelten Staaten ausschließen. Es bleibt jedoch dahingestellt, ob durch Staatsanleihen erworbenes Kriegsmaterial bzw. die Refinanzierung der Schulden für solches Material und Engagement ethisch korrekt ist (beispielsweise beteiligte Staaten im Umfeld des Irakkrieges).

Üblicherweise wird eine Liste mit Sektoren, Unternehmenszwecken und Staaten erstellt, in die nicht investiert werden soll. Das wird besonders dann der Fall sein, wenn der Stiftungszweck mit der Veranlagung konterkariert wird, wie zum Beispiel bei einer Umweltstiftung, die in die Kohleindustrie investiert. Zu berücksichtigen bleibt, dass insbesondere bei kleinen Stiftungen (< 1 Mio EUR) besonders günstige Indexprodukte (ETFs) zum Teil ebensolche Unternehmen enthalten werden. Es ist schlichtweg nicht praktikabel und kostentechnisch sinnvoll zu restriktiv vorzugehen. Große Stiftungen können wesentlich einfacher die Investmentmöglichkeiten anpassen.

Letztlich sollte die Formulierung und die Einschränkung mit Bedacht gewählt werden um einerseits weiterhin den Stiftungszweck finanzieren zu können und andererseits nicht zu stark in der Öffentlichkeit, bei Stiftern und Begünstigten in Kritik zu geraten. Sinnvoll ist die öffentlich verfügbaren SRI Definitionen vergleichbarer Stiftungen (auch im Ausland) zu studieren. Als Referenzpunkt könnten auch die SRI Definitionen von Staatsfonds, wie dem staatlichen Pensionsfonds von Norwegen, oder von großen Universitätsstiftungen in den USA dienen. Diese sind mit ähnlichen Fragestellungen konfrontiert.

Ausschüttungen

Dann (und nur dann) wenn eine Zustiftung aufseiten des Stifters steuerlich geltend gemacht wird ist die Ausschüttung der zugeflossenen (!) Erträge innerhalb von drei Jahren exkl. einer bis zu 20%igen Rücklage für den Stiftungszweck zu verwenden. Andernfalls sind die Mittel aufseiten der Stiftung nachzuersteuern. Diese Regel ist zwingend nur auf jene Zustiftungen anzuwenden, die auf Stifterseite steuerlich geltend gemacht wurde. Wird dem nicht Folge geleistet, ist von der Stiftung eine Nachversteuerung durchzuführen. Bei Zustiftungen, die steuerlich auf Stifterseite nicht geltend gemacht wurden ist keine besondere Ausschüttungsregel im Gesetzestext vorgesehen.

Die vorgeschriebene Regelung für steuerlich geförderte Zustiftungen ist insofern nachteilig, da die Ausschüttungen über die Zeit nicht geglättet werden. Das geht auf Kosten der Planbarkeit. Nicht weniger schwer wiegt, dass der Kapitalstock bei einer innovativen Veranlagung keinen Inflationsschutz genießen würde. Letztlich müsste ein Veranlagungsertrag (nach Kosten) von deutlich mehr als 10% jährlich auf steuerlich geförderte Zustiftungen erzielt werden, um bei einer Rückstellung von maximal 20% der Erträge die Inflationsrate abzudecken.

Eine dynamische Allokation scheint mit dieser Regelung kaum möglich, da beispielsweise bei einer Portfolioreallokation der Gewinn aus dem Verkauf eines Aktienpakets zeitnah beinahe zur Gänze dem Stiftungszweck zuzuführen ist, was einem Ausgabezwang gleichkommt.

Da sich der Gesetzestext auf „zugeflossene Erträge“ bezieht, könnte diese Einschränkung durch eine Investition in einen thesaurierenden Fonds vermieden werden⁶. Das löst allerdings noch nicht das Problem noch nicht realisierte Buchgewinne bei einer ökonomisch opportunen Veräußerung dieser Position zeitnah zu verbrauchen – ob sinnvoll oder nicht. Im Idealfall könnte die Stiftung einen eigenen Fonds⁷ auflegen lassen, in deren Hülle die Veranlagung erfolgt. Ausschüttungen aus dem Fonds könnten dann nach einer für die Stiftungszwecke passenden Ausschüttungsregel definiert werden. Da das Auflegen eines Fonds allerdings mit Kosten verbunden ist, ist diese Vorgehensweise wenn überhaupt nur für Stiftungen mit großer Vermögensmasse geeignet.

Wird eine eigene Ausschüttungsstrategie definiert, sollte diese folgende Eckpunkte erfüllen:

1. *Planungssicherheit*: Projekte werden häufig längerfristig zugesagt.
2. *Realer Kapitalerhalt*: Damit der Stiftungszweck auch langfristig unterstützt werden kann.
3. *Wahrnehmung von Investitionschancen*: Puffer zur Absicherung zukünftiger Ausschüttungen.

Die Wahrung all dieser Ziele steht teilweise im Widerspruch zueinander. Generell wird der Stiftungsvorstand eine Zielausschüttung definieren wollen, die sich im Bereich 3% bis 5% gemessen am Stiftungskapital bewegen wird. Eine solche Zielmarke berücksichtigt nicht vorangegangene Ausschüttungen und laufende Projekte. Bei Schwankung des Vermögensstockes könnte folglich die Finanzierung von Projekten ins Wanken geraten.

Um dem Vorzubeugen wählen Stiftungen häufig einen geglätteten, zum Beispiel dreijährigen Durchschnitt vorangegangener Ausschüttungen. Weiters kann der aktuelle Portfoliowert in die Ausschüttung einfließen. So könnten die Ausschüttungen im aktuellen Jahr zu x Prozent aus den durchschnittlichen Ausschüttungen der vorangegangenen drei Jahre und zu $(1 - x)$ Prozent aus der langfristigen Ausschüttungsquote, angewendet auf den aktuellen Portfoliowert bestehen.

Eine solche sogenannte hybride Ausschüttungsregel berücksichtigt zwar Portfolioschwankungen, verhindert jedoch nicht, dass in adversen Marktphasen zugesagte Projekte unterfinanziert bleiben könnten. Um dem vorzubeugen könnte beispielsweise eine mittelfristige (zum Beispiel zweijährige) Ausschüttungsgarantie durch die Bildung einer Ausschüttungsreserve definiert werden, die die oben angeführte Planungssicherheit erfüllt. Dies vermindert natürlich den Ertrag aus der Kapitalveranlagung, da diese Reserve sicher veranlagt werden müsste. Szenariorechnungen können helfen eine gute Balance für die erforderliche Reserve zu finden (zum Beispiel 15% der laufenden Ausschüttungen eines Jahres).

Der Vorteil einer regelbasierten Ausschüttung gegenüber einer jährlichen diskretionären Entscheidung über die Ausschüttungshöhe liegt in der disziplinierenden Wirkung. Es soll verhindert werden, dass in Zeiten hoher Kapitalmarktrenditen nicht zu viel ausgegeben wird und damit die Ausschüttungen nachhaltiger werden.

⁶ Diese Interpretation ist nicht ausjudiziert bzw. verbindlich. Eine andere Interpretation ist jedoch fraglich, da eine Verwendungspflicht von Erträgen nur für tatsächlich zugeflossene Erträge, nicht aber für „fiktive“ (als zugeflossen geltende) Erträge Sinn machen würde.

⁷ Nach österreichischen Rest zum Beispiel ein Spezialfonds.

Abschließende Worte

Die Vermögensveranlagung und die damit verbundenen Überlegungen zur nachhaltigen Ausschüttungspolitik sind maßgebliche Bestandteile einer Stiftungsstrategie. Durch die rechtlichen Rahmenbedingungen und niedrigen Zinsniveaus sind kreative Ansätze gefordert, um den Stiftungszweck nachhaltig und langfristig unterstützen zu können. Dieser Text soll dazu beitragen bei strategischen Entscheidungen die richtigen Fragen stellen zu können, um bessere Antworten zu erhalten und somit zu einem geeigneten Gesamtkonzept zu gelangen.

Zum Autor



Dr. Richard Franz ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für strategische Kapitalmarktforoschung der Wirtschaftsuniversität Wien. In seiner Forschung beschäftigt sich Herr Franz mit Universitätsstiftungen, spezifisch mit deren Veranlagungsstrategien, Ausschüttungsregeln und Verwaltungsstrukturen, sowie generelle Fragestellungen im Bereich des Portfoliomanagement. Weiters ist Herr Franz Portfoliomanager des EMP Global Macro Fonds der ZZ Vermögensverwaltung, dem Partner des Forschungsinstituts. Die Erträge des Fonds sollen dank einer Zusage von Herrn Dipl.-Ing. Peter Pühringer 2020 der Wirtschaftsuniversität Wien zugutekommen.

Bei Rückfragen: richard.franz@wu.ac.at

Disclaimer: Der Inhalt dieser Arbeit stellt explizit **keine** Anlageempfehlung und **keine** Anlageberatung dar sondern gibt lediglich die allgemeine Meinung des Autors zu diesem Thema wieder.