

# Die Anlage von Stiftungsvermögen unter dem Gesichtspunkt der Vermögenserhaltung

## Teil 1: Kapitalerhaltungspflicht, Bewertung des Stiftungsvermögens und zulässige Vermögensanlagen

Ulrich Burkhardt, Thomas Müller und Anke Katrin Louis\*

Die Finanzkrise der letzten Jahre hat bei zahlreichen in- und ausländischen Stiftungen deutliche Spuren hinterlassen: Im vergangenen Jahr verkündete beispielsweise die altherwürdige schwedische Alfred-Nobel-Stiftung, dass sie künftig die Dotierung der Nobelpreise von 10 auf 8 Million Kronen (umgerechnet etwa 940.000 Euro) senken werde (Handelsblatt/dpa vom 4. 10. 2012). Auch inländische Stiftungen räumen vermehrt „Schwierigkeiten“ ein und befürchten, ihre Ausschüttungspolitik der vergangenen Jahre so nicht mehr fortführen zu können. Hauptverantwortlich für die finanziellen Schwierigkeiten, von denen vornehmlich mittlere und kleinere Stiftungen betroffen sind, ist das anhaltend niedrige Zinsniveau. Da Stiftungen bis heute auf die Investition in festverzinsliche Wertpapiere als bevorzugte Anlagestrategie setzen (Bundesverband Deutscher Stiftungen, StiftungsReport 2010/2011, abrufbar unter [www.stiftungen.org](http://www.stiftungen.org)), können derzeit lediglich Vermögenserträge erwirtschaftet werden, die oftmals nur knapp über – und teilweise sogar unter – der Inflationsrate liegen. Insbesondere bei steuerbegünstigten Stiftungen, die der Pflicht zur zeitnahen Verwendung des überwiegenden Teils der Erträge unterliegen, kann dies in Verbindung mit dem aktuell gemessenen Anstieg der Verbraucherpreise von über 2 % (Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung vom 2. 1. 2013, abrufbar unter [www.destatis.de](http://www.destatis.de)) den realen Erhalt des Stiftungsvermögens gefährden. Für zahlreiche Stiftungen stellt sich daher auch die Frage nach einer Änderung der bisherigen Anlagestrategie hin zu ertragreicheren Kapitalanlageformen, die jedoch in den allermeisten Fällen auch mit einem höheren Risiko verbunden sind.

Der vorliegende Beitrag gibt Ihnen zunächst einen Überblick darüber, welche gesetzlichen Regelungen betreffend die Verwaltung von Stiftungsvermögen im Bundes- und Landesrecht bestehen, insbesondere im Hinblick auf das stiftungsrechtliche Gebot der Kapitalerhaltung. Da eine Beurteilung über die Erhaltung des Kapitals zwingend mit dessen Bewertung verbunden ist, schließen sich Überlegungen zu geeigneten Bewertungsmaßstäben an. Schließlich wird im ersten Teil dieses Aufsatzes die Zulässigkeit verschiedener Vermögensanlagen diskutiert.

### I. Verwaltung von Stiftungsvermögen

Die Verwaltung des Stiftungsvermögens beinhaltet u. a. auch die Anlage des Stiftungsvermögens und ist darauf gerichtet, Erträge zu erwirtschaften, die dann wiederum zur Erfüllung des Stiftungszwecks eingesetzt werden können. Grundsätzlich obliegt es dem Stiftungsvorstand, das Stiftungsvermögen zu verwalten und anzulegen.

#### 1. Gesetzliche Vorgaben

Die gesetzlichen Vorgaben des „Stiftungsrechts“ setzen sich aus einzelnen bundes- und landesrechtlichen Regelungen zusammen.

##### a) Bundesrecht

Im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB) sind die zivilrechtlichen Rahmenbedingungen festgelegt, die zwingend bei der Errichtung und Verwaltung einer Stiftung zu beachten sind

(§§ 80-88 BGB). Wesentliches Merkmal einer Stiftung ist, dass sich eine bestimmte und abgrenzbare Vermögensmasse selbstständig hat. Ferner schreibt der Gesetzgeber vor, dass jede Stiftung über eine Satzung verfügen muss, die einzelne Regelungen über das Stiftungsvermögen festlegt (§ 81 Abs. 1 Satz 3 Nr. 4 BGB), ohne deren Regelungsgehalt näher zu konkretisieren.

Zentrales Merkmal und gleichzeitig Voraussetzung für die Anerkennung der Rechtsfähigkeit einer Stiftung ist, dass „die dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks gesichert erscheint“ (§ 80 Abs. 2 BGB). Über diese allgemeinen Grundsätze hinaus enthält das BGB keine konkreten Kriterien oder Vorgaben, die für die Anlage des Stiftungsvermögens maßgeblich sind. Insbesondere ergeben sich keine weiteren Maßstäbe aus den Regelungen über den Stiftungsvorstand (§ 86 BGB) sowie das Stiftungsgeschäft (§ 81 BGB), da diese lediglich die Organstellung des Vorstands und dessen Bindung

\* Ulrich Burkhardt, WP, StB, Geschäftsführer und Thomas Müller, sind tätig bei der Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft optegra GmbH & Co. KG in München, Anke Katrin Louis, LL.M.oec, RAin, ist als Rechtsanwältin in München tätig.



an die Vorgaben des Stifters, die im Stiftungsgesetz und in der Stiftungssatzung manifestiert sind, betreffen (vgl. Hüttemann/Schön, Vermögensverwaltung und Vermögenserhaltung im Stiftungs- und Gemeinnützigkeitsrecht, 2007 S. 3).

**b) Landesstiftungsgesetze**

Die meisten Landesstiftungsgesetze beinhalten in Bezug auf die Vermögensverwaltung der Stiftungen eine Verpflichtung zum ungeschmälernten Erhalt des Stiftungsvermögens.

Zahlreiche Landesstiftungsgesetze lassen jedoch auch Abweichungen von diesem sog. Kapitalerhaltungsgrundsatz zu, insbesondere soweit auf eine andere Art und Weise der Wille des Stifters nicht verwirklicht werden kann und der Bestand der Stiftung für eine angemessene Dauer sichergestellt ist. Ferner ist es in einigen Bundesländern darüber hinaus zulässig, bereits in der Stiftungssatzung von dem Kapitalerhaltungsgrundsatz abweichende Regelungen treffen zu können oder Ausnahmen von der zuständigen Stiftungsbehörde gestatten zu lassen.

Hintergrund der zahlreichen Ausnahmeregelungen in den einzelnen Landesstiftungsgesetzen ist der im Stiftungsrecht geltende Grundsatz der Freiheit des Stifters, wonach für die Errichtung und Verwaltung der Stiftung primär der Stifterwille entscheidend ist (vgl. Schiffer/Pruns, Die Stiftung in der Beraterpraxis, 3. Aufl. 2013 § 4 Rz. 37). Aus diesem Grund richtet sich die Frage nach der Vermögenserhaltung vornehmlich nach dem Willen des Stifters und ermöglicht es diesem, in der Stiftungssatzung entsprechende Regelungen zu treffen. Zu den Einzel- und Besonderheiten der jeweiligen Bundesländer ist auf die nachfolgende Übersicht zu verweisen:

Bundesland	Norm Landesstiftungsgesetz/Ausnahmen
Baden-Württemberg	§ 7 Abs. 2 StiftG BW; Ausnahmen in Satzung zugelassen
Bayern	Art. 6 Abs. 2 StiftG BY
Berlin	§ 3 StiftG Berlin; Ausnahmen in Satzung zugelassen
Brandenburg	keine Regelung
Bremen	§ 7 Abs. 1 StiftG Br.; Ausnahmen durch Stiftungsbehörde zugelassen
Hamburg	§ 4 Abs. 2 S. 3 StiftG Hbg.; Ausnahmen in Satzung/nach Stifterwille zugelassen
Mecklenburg-Vorpommern	keine Regelung
Niedersachsen	§ 6 Abs. 1 StiftG Niedersachsen; Ausnahmen durch Stiftungsbehörde zugelassen
Nordrhein-Westfalen	§ 4 Abs. 2 S. 1 StiftG NRW; Ausnahmen in Satzung/nach Stifterwille zugelassen
Rheinland-Pfalz	§ 7 Abs. 2 S. 1 StiftG RP; Ausnahmen in Satzung/nach Stifterwille zugelassen
Saarland	§ 7 Abs. 2 StiftG Saarland; Ausnahmen durch Stiftungsbehörde zugelassen
Sachsen	§ 4 Abs. 3 StiftG Sachsen; Ausnahmen in Satzung/nach Stifterwille zugelassen

Sachsen-Anhalt	§ 7 Abs. 2 StiftG SA; Ausnahmen in Satzung zugelassen
Schleswig-Holstein	§ 4 Abs. 2 S. 1 StiftG SH; Ausnahmen in Satzung/nach Stifterwille zugelassen
Thüringen	§ 8 Abs. 2 S. 1 StiftG Thür.; Ausnahmen nach dem Stifterwille zugelassen

**2. Grundsatz der Kapitalerhaltung**

**a) Maßgebliche Vermögensmasse**

Nach Betrachtung des Bundesrechts sowie der einzelnen Landesstiftungsgesetze kann man zusammenfassend feststellen, dass alle gesetzlichen Regelungen die für die Praxis wichtige Frage offen lassen, was unter einer „Kapitalerhaltung“ zu verstehen ist.

Eine Definition des Merkmals „Kapitalerhaltung“ ist allerdings nur möglich, wenn vorab geklärt wird, auf welche Vermögensteile einer Stiftung sich dieser Grundsatz bezieht. Mit anderen Worten: Welche Vermögensmassen zählen zu dem „Stiftungsvermögen“ und für welche Vermögensbestandteile einer Stiftung kann der Kapitalerhaltungsgrundsatz überhaupt gelten.

Das Stiftungsvermögen setzt sich zusammen aus

- ▶ dem sog. „Anfangsvermögen“,
- ▶ dem „Grundstockvermögen“ und
- ▶ dem „Nettovermögen“

der Stiftung.

Bei dem **Anfangsvermögen** handelt es sich um dasjenige Kapital, welches der Stifter zur Errichtung der Stiftung eingebracht hat.

Im Gegensatz dazu besteht das **Grundstockvermögen** aus dem Anfangsvermögen und sonstigen zusätzlichen nach dem Willen des Stifters, der Stiftungsorgane oder sonstiger Spender dem Stiftungsvermögen zugewendeten Vermögenswerten (nachfolgend auch „Stiftungskapital“ genannt, vgl. IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung von Stiftungen, IDW ERS HFA 5 n. F. Tz. 9).

Das **Nettovermögen** einer Stiftung umfasst grundsätzlich auch etwaige Rücklagen.

Der Kapitalerhaltungsgrundsatz gilt ausschließlich für das Grundstockvermögen, d. h. das Anfangsvermögen zuzüglich weiterer zum Stiftungsvermögen zählender Vermögenswerte (vgl. Schiffer/Pruns, a. a. O., § 4 Rz. 38).

Aufgrund der unterschiedlichen Interpretationsansätze, die der Begriff der Kapitalerhaltung zulässt, ist für ein rechtssicheres Handeln des Stiftungsvorstandes eine eingehendere Betrachtung zwingend erforderlich. Als mögliche Interpretationsansätze kommen folgende Varianten in Betracht:

**b) Bloße Substanzerhaltung**

Mit dem Begriff „Kapitalerhaltung“ könnte die Verpflichtung gemeint sein, das Stiftungsvermögen in seiner Substanz zu erhalten. Dies würde bedeuten, dass die einzelnen Vermögensgegenstände der Stiftung (wie bspw. Grundbesitz, Wert-



papiere, Unternehmensbeteiligungen usw.) erhalten und somit nicht veräußert und durch andere Vermögensgegenstände ersetzt werden dürften (vgl. Hüttemann/Schön, a. a. O., S. 16).

Im Ergebnis wäre jede Vermögensumschichtung per se unzulässig und dadurch der Handlungsspielraum des Stiftungsvorstandes für die Anlage des Stiftungsvermögens erheblich beschränkt. Der Kapitalerhaltungsgrundsatz wäre also de facto mit einer „Veränderungssperre“ gleichzusetzen (vgl. Hüttemann in: Festgabe für Werner Flume zum 90. Geburtstag, Der Grundsatz der Vermögenserhaltung im Stiftungsrecht, S. 59).

### c) Nominale Werterhaltung

Ein weiterer möglicher Interpretationsansatz könnte eine Kapitalerhaltungsverpflichtung in Bezug auf den nominalen Wert des Stiftungskapitals sein. Danach wären Vermögensumschichtungen immer dann unproblematisch, soweit ein veräußertes Vermögensgegenstand wertmäßig durch einen neuen ersetzt werden und keine Wertminderung eintreten würde (vgl. Hüttemann in: FG Flume, a. a. O., S. 59).

Nach diesem Verständnis wäre der Grundsatz der Kapitalerhaltung bei einer Stiftung, die nach handelsrechtlichen Grundsätzen bilanziert, immer dann gewahrt, wenn der Wert des Reinvermögens nicht unter den Wert des Eigenkapitals der Stiftung sinkt (vgl. zur Rechnungslegung gem. HGB nachfolgend unter II.2.). Dieses Verständnis des Kapitalerhaltungsgrundsatzes setzt allerdings voraus, dass im Vorfeld festzulegen ist, nach welchen Bewertungsgrundsätzen (d. h. Maßgeblichkeit des Buchwertes oder des Zeitwertes) der Wert des Stiftungsvermögens zu bestimmen ist.

### d) Reale Kapitalerhaltung (= Kaufkrafterhaltung)

Der Grundsatz der Kapitalerhaltung könnte auch als „Erhaltung der realen Ertragskraft des Stiftungsvermögens“ auszulegen sein (vgl. Hüttemann in: FG Flume, a. a. O., S. 65). Danach wäre der Begriff „reale Vermögenserhaltung“ als Erhaltung der Kaufkraft zu verstehen, d. h. am Ende eines Betrachtungszeitraumes kann dieselbe Stiftungsleistung erbracht werden wie am Anfang des Betrachtungszeitraums (vgl. Carstensen, Vermögensverwaltung, Vermögenserhaltung und Rechnungslegung gemeinnütziger Stiftungen, 1994, S. 45).

Folgt man diesem Interpretationsansatz, würde dies beispielsweise für eine Geldstiftung – die vornehmlich in festverzinsliche Wertpapiere investiert – bedeuten, dass auch sämtliche Inflationsverluste ausgeglichen werden müssten. Ferner geht dieser Ansatz davon aus, dass das Kapitalerhaltungskonzept auf eine Dauer von mehreren Jahren angelegt sein sollte (IDW ERS HFA 5 n. F. Tz. 10). In diesem Zusammenhang sei es insbesondere unschädlich, wenn vorübergehend das Stiftungskapital gemindert würde, soweit aus dem Kapitalerhaltungskonzept erkennbar sei, dass die Kapitalerhaltung mittelfristig erreicht werde (vgl. IDW ERS HFA 5 n. F. Tz. 10).

### e) Kapitalerhaltung nach dem Stifterwille

Als letzter denkbarer Interpretationsansatz könnte der Kapitalerhaltungsgrundsatz – wie er insbesondere in den Landesstiftungsgesetzen verankert ist – wie folgt zu verstehen sein: Die Stiftung und ihre Organe sind an die wirtschaftliche Bestimmung des Stiftungsvermögens durch den Stifter im Stiftungsgeschäft gebunden (vgl. Schiffer/Pruns, a. a. O., § 4 Rz. 51). Bereits mit der Auswahl der Vermögensgegenstände und deren einzelnen wirtschaftlichen Bestimmungen legt der Stifter die Grundsätze der Vermögenserhaltung für seine eigne Stiftung fest (vgl. Hüttemann in: FG Flume, a. a. O., S. 74). Die konkrete Ausgestaltung der Vermögenserhaltung richtet sich somit nach dem Stifterwillen und der von ihm bestimmten Vermögensausstattung.

### f) Stellungnahme

Da die vorstehend genannten Interpretationsansätze jeweils zu unterschiedlichen Ergebnissen in der Praxis führen würden, ist eine Stellungnahme erforderlich.

Der erstgenannte Interpretationsansatz, wonach der Kapitalerhaltungsgrundsatz als **bloße Substanzerhaltung** zu verstehen ist, widerspricht der gesetzlichen Funktion des Stiftungsvermögens, welches primär dazu dienen soll, den Stiftungszweck zu verwirklichen. Nach dem Gesetz (§ 80 Abs. 2 BGB) kommt es für die Anerkennung einer Stiftung und die Verwirklichung des Stiftungszwecks nicht auf die Existenz bestimmter Vermögensgegenstände an, sondern dass mit diesen Vermögenswerten Erträge erwirtschaftet werden, die dann wiederum für die Verwirklichung des Stiftungszwecks eingesetzt werden können. Aus diesen Gründen wird diese Auffassung, die auf eine formale Erhaltung der Substanz des Stiftungsvermögens abstellt, in der heutigen Literatur nicht mehr herrschend vertreten.

Gegen die Interpretation als **nominale Werterhaltung** ist einzuwenden, dass dadurch keine dauerhafte Bewahrung der vom Stifter übertragenen Mittelausstattung sichergestellt werden kann, insbesondere da der bloße Kapitalwert des Stiftungsvermögens nichts über die Verwirklichung des Stiftungszwecks aussagen kann. Für die Erfüllung des Stiftungszwecks kommt es vielmehr auf die Ertragskraft des Stiftungsvermögens, d. h. auf seine Nutzbarkeit an. Somit kann der Kapitalerhaltungsgrundsatz nicht lediglich als reine Wert-erhaltung verstanden werden.

Gegen den Interpretationsansatz, der auf die **reale Kapitalerhaltung** i. S. einer Kaufkrafterhaltung abstellt, ist vorzubringen, dass es für diese Auslegungsmethode keine konkreten Anhaltspunkte im Stiftungsrecht gibt. Auf der anderen Seite haben wir bereits festgestellt, dass das Stiftungsrecht insgesamt lückenhaft ist und nicht alle notwendigen Punkte regelt. Somit kann dieses Argument gegen den realen Kapitalerhalt im Ergebnis nicht überzeugen. Vielmehr ist für den vorgeannten Interpretationsansatz anzuführen, dass dieser eine langfristige Erhaltung des Stiftungskapitals gewährleistet und gleichzeitig der Erfüllung des Stiftungszwecks dient. Demzufolge ist dieser Ansatz im Grundsatz geeignet, zu praxisgerechten Lösungen bei der Auslegung des Kapitalerhaltungsgrundsatzes zu führen.



Betrachten wir weiterhin den letztgenannten Interpretationsansatz der **Kapitalerhaltung nach dem Stifterwillen**. Dieser steht im Einklang mit dem Sinn und Zweck des Stiftungsrechts: Wie bereits angedeutet richtet sich das Stiftungsrecht vornehmlich nach dem Willen des Stifters, der im Stiftungszweck festgelegt wird. Folglich ist es auch konsequent, dass der Stifterwille auch die konkrete Ausgestaltung der Kapitalerhaltung der Stiftung bestimmt. Hervorzuheben ist, dass es sich dabei um keine isolierte Form der Vermögenserhaltung handelt, sondern das Stiftungsvermögen zur Verwirklichung des Stiftungszwecks dient. Ferner steht dieser Interpretationsansatz auch im Einklang mit der Rechtsprechung des BGH, wonach „die Bestimmung des Stiftungszwecks den Stiftungsorganen einen eindeutigen und klar abgegrenzten Auftrag geben soll, um Rechtsunsicherheit, Willkür der Stiftungsverwaltung und ein Verzetteln der Stiftungsleistungen zu verhüten“ (vgl. BGH, NJW 1977, S. 1148.).

Für die Praxis hat der Interpretationsansatz des Stifterwillens zur Folge, dass grds. für jede einzelne Stiftung zu prüfen ist, welche konkreten Vorgaben sich für die Kapitalerhaltung aus ihrem Stiftungsgeschäft und Stiftungszweck ergeben. Da jedoch die Mehrzahl der Stiftungssatzungen gerade keine konkreten Bestimmungen zu der Erhaltung des Stiftungskapitals enthalten und somit der Wille des Stifters oftmals schwer oder überhaupt nicht zu ermitteln ist, bietet dieser Interpretationsansatz nicht für alle Fälle eine praxismgerechte Lösung.

Als Ergebnis der geführten Diskussion kann man feststellen, dass sowohl der Interpretationsansatz „reale Kapitalerhaltung i. S. einer Kaufkrafterhaltung“ als auch der Interpretationsansatz „Stifterwille“ jeweils zu praxismgerechten Ergebnissen führt. Enthält die Stiftungssatzung keine Bestimmungen über die Kapitalerhaltung, erscheint der Interpretationsansatz der realen Kapitalerhaltung in jedem Fall vorzugswürdig.

## II. Bewertungsregeln für das Stiftungsvermögen

Um dem stiftungsrechtlichen Grundsatz der Kapitalerhaltung gerecht werden zu können, ist es für die verantwortlichen Stiftungsorgane unausweichlich, sich auch mit der Bewertung des Stiftungsvermögens auseinander zu setzen. In der Vielzahl der Fälle wird eine dauerhafte Verwirklichung des Stiftungszwecks wie eingangs besprochen nur durch einen realen Kapitalerhalt möglich sein. Die erforderliche Kompensation des Kaufkraftverlustes ist deshalb regelmäßig zu überprüfen und zu dokumentieren.

Ausgangspunkt für eine Bewertung des Stiftungsvermögens wird in den allermeisten Fällen das durch die Rechnungslegung der Stiftung bereitgestellte Zahlenmaterial sein. Die verantwortlichen Organe der Stiftung sollten daher in einem ersten Schritt einen kritischen Blick auf das bestehende Rechnungslegungssystem werfen.

### 1. BGB und Landesstiftungsrechte

Für die Rechnungslegung von deutschen Stiftungen gibt es weder im Bundes- noch im Landesrecht hinreichend konkrete Regelungen. Einige Rechtsnormen und Grundzüge für die

Rechnungslegung von Stiftungen findet man zunächst in den Vorschriften des BGB und auch in den jeweiligen Landesstiftungsgesetzen.

Aufgrund der Anwendbarkeit des Vereinsrechtes (§ 86 BGB) finden die Vorschriften der §§ 26 und 27 Abs. 3 und der §§ 28 bis 31a und 42 BGB auch auf Stiftungen entsprechende Anwendung. Der Beauftragte ist deshalb verpflichtet, dem Auftraggeber die erforderlichen Nachrichten zu geben, auf Verlangen über den Stand des Geschäfts Auskunft zu erteilen und nach der Ausführung des Auftrags Rechenschaft abzulegen (§ 27 Abs. 3 BGB i. V. mit § 666 BGB). Zudem hat der Rechenschaftsverpflichtete dem Berechtigten über eine die geordnete Zusammenstellung der Einnahmen sowie der Ausgaben enthaltende Rechnung diese Rechenschaft mitzuteilen und ihm auch ein Verzeichnis des Bestandes vorzulegen (§§ 259, 260 BGB). Weder für die geordnete Zusammenstellung der Einnahmen und Ausgaben noch für das Verzeichnis des Bestandes werden jedoch durch das BGB konkrete Form- bzw. Gliederungsvorschriften bestimmt.

In den jeweiligen Landesstiftungsgesetzen finden sich aber weiterführende Regelungen zur Rechenschaftslegung und zur Buchführung. Mehrere Landesstiftungsgesetze schreiben die Anwendung der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung konkret vor (vgl. z. B. Art. 16 Abs. 1 BayStG, § 7 Abs. 3 StiftG BW, § 4 Abs. 4 Hamburger StiftG). Sämtliche Landesstiftungsgesetze verlangen, dass Stiftungen nach Ablauf ihres Geschäftsjahres einen Rechenschaftsbericht, bestehend aus einer Jahres(ab)rechnung, verbunden mit einer Vermögensübersicht und einem Bericht über die Erfüllung des Stiftungszwecks (Tätigkeitsbericht), aufzustellen haben (vgl. Burkhardt/Müller, NWB-EV 6/2013 S. 186 [→IAAAE-36293] m. W. N.). Die Jahresrechnung soll in diesen Fällen mindestens aus einer Einnahmen-/Ausgaben-Rechnung mit Vermögensübersicht bestehen. Ein nach kaufmännischen Grundsätzen aufgestellter Jahresabschluss entspricht ebenfalls den Anforderungen der Landesstiftungsgesetze.

### 2. HGB und weitere gesetzliche Vorschriften

Nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) ist jeder Kaufmann verpflichtet, einen handelsrechtlichen Abschluss (Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung) aufzustellen (§ 242 HGB).

Stiftungen fallen grundsätzlich nicht unter das HGB, es sei denn, die Stiftung betreibt nach Art und Umfang einen Gewerbebetrieb, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert (§ 1 Abs. 2 HGB). In diesen Fällen ist die Stiftung (nur) mit diesem Gewerbebetrieb Kaufmann und muss mit diesem wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb dann auch kaufmännisch Rechnung legen.

Eine Verpflichtung der Anwendung der handelsrechtlichen Vorschriften zur Rechnungslegung kann sich auch in Abhängigkeit bestimmter Größenkriterien oder bestimmter Tätigkeiten der Stiftung über folgende Gesetzesvorschriften bzw. über folgende Spezialverordnungen ergeben:

- ▶ Publizitätsgesetz (PublG mit Größenkriterien),
- ▶ Krankenhaus-Buchführungsverordnung (KHBV),
- ▶ Heimgesetz (HeimG),
- ▶ Pflege-Buchführungsverordnung (PBV).



Sofern eine Stiftung wg. handelsrechtlicher oder besonderer Vorschriften mit einem Teilbereich den handelsrechtlichen Rechnungslegungspflichten (§§ 238 ff. HGB) unterliegt, empfiehlt es sich im Interesse einer einheitlichen Abbildung, die Rechnungslegung der Stiftung dann auch insgesamt nach kaufmännischen Grundsätzen zu führen (IDW ERS HFA 5 n. F., Tz. 22).

### 3. Jahresabschluss

Stiftungen können aufgrund diverser gesetzlicher Vorschriften, aber auch aufgrund ihrer Satzung verpflichtet sein, einen handelsrechtlichen Jahresabschluss aufzustellen. Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) empfiehlt den Stiftungen die freiwillige Aufstellung eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses, sofern sie bestimmte Tatbestandsmerkmale aufweisen (IDW ERS HFA 5 n. F., Tzn. 32, 33):

- ▶ Es besteht in wesentlichem Umfang Anlagevermögen, Forderungen, Verbindlichkeiten, Rückstellungen und Abgrenzungsposten.
- ▶ Es liegen keine leicht zu überschauenden Verhältnisse vor, in denen sich die Zufälligkeiten von Zahlungszeitpunkten nicht wesentlich auswirken.

Stellt eine Stiftung einen Jahresabschluss auf, so hat sie die Vorschriften des Ersten Abschnitts des Dritten Buchs des HGB (§§ 238 bis 263 HGB) und auch die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung zu berücksichtigen. Der Jahresabschluss hat in diesen Fällen zumindest aus einer Bilanz und einer Gewinn- und Verlustrechnung zu bestehen.

### 4. Ausgewählte Bewertungsgrundsätze nach dem HGB und Ergänzungen durch das Institut der Wirtschaftsprüfer

Stiftungen, die nach handelsrechtlichen Vorschriften Rechnung legen, haben zunächst folgende allgemeinen Bewertungsgrundsätze zu beachten:

- ▶ Grundsatz der Bilanzidentität (§ 252 Abs. 1 Nr. 1 HGB),
- ▶ Grundsatz der Unternehmensfortführung (§ 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB),
- ▶ Grundsatz der Einzelbewertung am Abschlussstichtag (§ 252 Abs. 1 Nr. 3 HGB),
- ▶ Grundsatz der vorsichtigen Bewertung (§ 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB),
- ▶ Grundsatz der Periodenabgrenzung (§ 252 Abs. 1 Nr. 5 HGB),
- ▶ Grundsatz der Bewertungsstetigkeit (§ 252 Abs. 1 Nr. 6 HGB).

In den Bewertungsgrundsätzen konkretisieren sich die Anforderungen an eine getreue Rechenschaft, deshalb können sie auch für andere Formen der Rechnungslegung (z. B. Einnahmen-/Ausgaben-Rechnung mit Vermögensübersicht) maßgeblich sein (IDW ERS HFA 5 n. F., Tz. 31).

Nach dem **Grundsatz der Bilanzidentität** müssen die Wertansätze in der Eröffnungsbilanz des Geschäftsjahres mit den Wertansätzen der Schlussbilanz des vorhergehenden Geschäftsjahres übereinstimmen.

Bei der Bewertung ist vom dem **Grundsatz der Unternehmensfortführung** (Going-Concern-Prinzip) als Regelfall auszugehen, sofern dem nicht tatsächliche oder rechtliche Gegebenheiten entgegenstehen. Im Fall der Unternehmensfortführung sind den Vermögensgegenständen andere Werte beizumessen als im Falle einer Einzelveräußerung oder einer Liquidation. Bei Verbrauchsstiftungen ist dieser Grundsatz problematisch, weil dieser Stiftungstyp darauf ausgelegt ist, sein Vermögen für den Stiftungszweck zu verzehren. Die Stiftung ist insofern in ihrem Fortbestand zeitlich begrenzt.

Nach dem **Grundsatz der Einzelbewertung** sind Vermögensgegenstände und Schulden zum Abschlussstichtag einzeln zu bewerten. Jedem selbständigen Vermögensgegenstand und jeder Schuld wird ein eigener Wert zugerechnet. Bewertet wird nicht eine Sachgesamtheit (z. B. eine Sammlung), sondern die einzelnen Gegenstände. Der Grundsatz der Einzelbewertung soll verhindern, dass Wertminderungen (z. B. Kursverluste) mit Werterhöhungen (z. B. Kursgewinne) saldiert werden können.

Besondere Ausprägungen des **Vorsichtsprinzips** sind das Imparitätsprinzip (§ 252 Abs. 1 Nr. 4 1. HS HGB) und das Realisationsprinzip (§ 252 Abs. 1 Nr. 4 2. HS HGB). Aufgrund des Imparitätsprinzips sind alle vorhersehbaren Risiken und Verluste, die bis zum Abschlussstichtag entstanden sind, zu berücksichtigen, selbst wenn diese erst zwischen dem Abschlussstichtag und dem Tag der Aufstellung des Jahresabschlusses bekannt geworden sind. Das Realisationsprinzip besagt, dass nur am bzw. bis Abschlussstichtag realisierte Gewinne in der Bilanz berücksichtigungsfähig sind.

Der **Grundsatz der Periodenabgrenzung** bedeutet, dass Aufwendungen und Erträge des Geschäftsjahres unabhängig von den Zeitpunkten ihrer Zahlung im Jahresabschluss zu berücksichtigen sind.

Nach dem **Grundsatz der Bewertungsstetigkeit** sind die auf den vorhergehenden Jahresabschluss angewandten Bewertungsmethoden beizubehalten. Aufeinander folgende Jahresabschlüsse sollen dadurch besser miteinander vergleichbar werden (vgl. Winkeljohann/Büssow in Beck'scher Bilanz-Kommentar, Handelsbilanz Steuerbilanz, 8. Auflage 2012, § 252 Rn. 55).

Eine Stiftung darf von diesen Grundsätzen nur in begründeten Ausnahmefällen abweichen (§ 252 Abs. 2 HGB).

Stiftungen, die nach handelsrechtlichen Vorschriften Rechnung legen, haben bei der Zugangs- und Folgebewertung darüber hinaus folgende Bewertungsgrundsätze zu beachten:

Vermögensgegenstände sind höchstens mit den Anschaffungs- oder Herstellungskosten (§ 255 HGB), vermindert um planmäßige bzw. zwingend vorzunehmende außerplanmäßige Abschreibungen (§ 253 Abs. 3 bis 5 HGB) anzusetzen (§ 253 Abs. 1 HGB). Aufgrund der durch das BilMoG geänderten Vorschriften betreffend die Zugangs- und Folgebewertung kommt fortan eine außerplanmäßige Abschreibung bei voraussichtlich nicht dauernder Wertminderung nur noch im Finanzanlagevermögen in Betracht (§ 253 Abs. 3 Satz 4 HGB).



Für die Auslegung der Frage, wann eine Wertminderung von Finanzanlagen im Jahresabschluss von Stiftungen voraussichtlich dauernd ist, können nach Auffassung des IDW die in IDW RS VFA 2 genannten Kriterien herangezogen werden (vgl. IDW ERS HFA 5 n. F., Tz. 45).

Das IDW bejaht die Zulässigkeit einer Bewertung von Vermögensgegenständen zu Zeitwerten jedoch dann, wenn für diese Börsen- oder Marktwerte verlässlich ermittelbar sind (IDW ERS HFA 5 n. F., Tz. 90). Dieses Bewertungswahlrecht darf nach Auffassung des IDW aber nur einheitlich für alle betroffenen Vermögensgegenstände ausgeübt werden. Erfolgt eine Bewertung zu Zeitwerten über den (fortgeführten) Anschaffungs-/Herstellungskosten nach § 255 HGB, sollte der Differenzbetrag in einer gesonderten Rücklage im Rahmen des Eigenkapitals ausgewiesen werden und die abweichende Bewertungsmethode dann auch durch einen Fußnotenvermerk oder in einer Anlage angegeben werden (vgl. Burkhardt/Müller, NWB-EV 6/2013 S. 193 [→IAAAE-36293] m. W. N.).

Für unentgeltlich erworbene, aktivierungspflichtige Vermögensgegenstände (insbes. durch den Stiftungsakt und bei Zustiftungen übertragenes Sachvermögen sowie Sachspenden) empfiehlt das IDW einen Ansatz zum Erwerbszeitpunkt mit dem vorsichtig geschätzten beizulegenden Wert, um einen vollständigen wertmäßigen Nachweis des Zugangs und der Verwendung der unentgeltlich erhaltenen Vermögensgegenstände zu erreichen (IDW ERS HFA 5 n. F., Tz. 46). Der beizulegende Wert soll dabei dem Betrag entsprechen, welchen die Stiftung bei einem entgeltlichen Erwerb der Vermögensgegenstände hätte ausgeben müssen (vgl. Burkhardt/Müller, NWB-EV 6/2013 S. 189 [→IAAAE-36293] m. W. N.).

Verbindlichkeiten sind mit Ihrem Erfüllungsbetrag und Rückstellungen in der Höhe des nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung notwendigen Erfüllungsbetrages anzusetzen (§ 253 Abs. 1 Satz 2 HGB).

## 5. Bewertungsansätze im Rahmen der realen Kapitalerhaltung

Für eine dauerhafte Erhaltung der Leistungsfähigkeit bzw. des Stiftungskapitals ist i. d. R. ein Ausgleich der Inflation erforderlich. Ausgangspunkt für eine Bewertung des Stiftungskapitals auf Basis realer Kapitalerhaltungsgrundsätze ist zunächst ein handelsrechtlicher Jahresabschluss mit den eingangs beschriebenen Bewertungsgrundsätzen des HGB.

Das Stiftungskapital setzt sich aus dem Errichtungskapital und dem Zustiftungskapital zusammen. Durch das Stiftungskapital wird jedoch nur der Nominalwert des zu erhaltenden Kapitals der Stiftung angezeigt. Nur aus der klassischen (Handels-) Bilanz allein kann deshalb i. d. R. der reale Erhalt des Stiftungskapitals nicht nachvollzogen bzw. noch nicht nachgewiesen werden.

Im Rahmen einer realen Kapitalerhaltung muss deshalb das Stiftungskapital als Vergleichsgröße zum jeweiligen bilanziellen Eigenkapital der Stiftung zunächst noch indexiert werden. Um das zu erhaltende Stiftungskapital zu ermitteln, sollte grundsätzlich der allgemeine Verbraucherpreisindex verwen-

det werden, es sei denn, dass im Einzelfall ein Branchenindex sachgerechter erscheint. Die Indexierung sollte nach Auffassung des IDW im Anhang dargestellt werden. Wird kein Anhang aufgestellt, kann die Indexierung auch unter der Bilanz oder in einer separaten Anlage dargestellt werden (vgl. IDW ERS HFA 5 n. F., Tz. 57). Dem indexierten Stiftungskapital wird das bilanzielle Eigenkapital der Stiftung gegenübergestellt.

Das bilanzielle Eigenkapital der Stiftung setzt sich wie folgt zusammen (vgl. IDW ERS HFA 5 n. F., Tz. 55):

### A. Eigenkapital:

- I. Stiftungskapital (Errichtungskapital u. Zustiftungskapital)
- II. Rücklagen (Kapitalrücklage u. Ergebnisrücklage)
- III. Umschichtungsergebnisse
- IV. Ergebnisvortrag.

Das Stiftungskapital, die Rücklagen, die Umschichtungsergebnissen und der Ergebnisvortrag werden im IDW ERS HFA 5 n. F. (Tzn. 57 bis 68) bilanziell näher besprochen.

Der Nachweis der realen Kapitalerhaltung auf den jeweiligen Abschlussstichtag kann nach Ermittlung des indexierten Stiftungskapitals und des bilanziellen Eigenkapitals vereinfacht durch Gegenüberstellung folgender Werte sichergestellt werden (vgl. IDW ERS HFA 5 n. F., Tz. 58):

### Istwert Stiftung:

- ▶ bilanzielles Eigenkapital
- ▶ zzgl. wesentlicher stiller Reserven
- ▶ abzgl. wesentlicher stiller Lasten

### Sollwert Stiftung:

- ▶ indexiertes Stiftungskapital (Nominalwert).

Im Rahmen der realen Kapitalerhaltung sollte der Istwert den Sollwert überschreiten bzw. mindestens gleich sein. Gelingt dieser Nachweis zum Stichtag nicht oder nur dadurch, dass in der obigen Gegenüberstellung auch kurzfristig zu verwendende Eigenkapitalbestandteile einbezogen wurden, hat der Vorstand zusätzlich zu erläutern, wie die Kapitalerhaltung im Rahmen seines Kapitalerhaltungskonzeptes zumindest mittelfristig erreicht werden kann (vgl. Burkhardt/Müller, NWB-EV 6/2013 S. 190 [→IAAAE-36293] m. w. N.).

## III. Zulässigkeit verschiedener Anlagekategorien und Strategien

Für viele Stiftungen stellt sich angesichts der eingangs dargestellten Problematik der inflationsbereinigt gegen null tendierenden Renditen im Festzinsbereich die Frage nach geeigneten Anlagealternativen. Um potentiell Haftungsrisiken und strafrechtliche Konsequenzen zu vermeiden (vgl. hierzu die Ausführungen im zweiten Teil des Beitrags im kommenden Heft unter II. und III.), gilt es für die Organmitglieder der Stiftung, zivilrechtlichen Vorgaben, insbes. die Vorgaben der Stiftungssatzung genau auszuloten. Letzteres ist insbesondere für potentielle Stifter bei der Konzeption der Stiftungssatzung von entscheidender Bedeutung.



## 1. Zivilrechtliche Vorgaben

### a) Bundesrechtliche Regelungen

Wie eingangs aufgezeigt, existieren im BGB keine expliziten bundesrechtlichen Vorgaben zur Anlage des Stiftungsvermögens. Im Hinblick auf die erforderliche Sicherstellung der dauernden und nachhaltigen Erfüllung des Stiftungszwecks (§ 80 Abs. 2 Satz 1 BGB) kann jedoch allgemein auf eine Vermögenserhaltungspflicht der Stiftung geschlossen werden (vgl. oben unter I.1.).

Darüber hinaus ergibt sich insbesondere für Kapitalstiftungen auch eine Verpflichtung zur rentierlichen Anlage des Stiftungsvermögens. Während eine Anstaltsstiftung den Stiftungszweck unmittelbar durch den Einsatz des übertragenen Anstaltsvermögens (z. B. Krankenhaus, Altenheim) verwirklicht, kann eine Kapitalstiftung ihre Zwecke nachhaltig nur aus den Erträgen des Stiftungsvermögens erfüllen (vgl. Hüttemann/Schön, a. a. O. S. 9).

### b) Landesstiftungsrecht

Sucht man nun in den einzelnen Landesstiftungsgesetzen Vorschriften zur Vermögensanlage, so findet man diese aktuell nur in einzelnen Bundesländern und dort auch nur in abstrakt gehaltener Form.

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die in den Landesstiftungsgesetzen getroffenen Regelungen:

Sparsame und wirtschaftliche Verwaltung des Vermögens	Baden-Württemberg: § 7 Abs. 1 StiftG BW Thüringen: § 8 Abs. 1 StiftG Thür
Sichere und wirtschaftliche Verwaltung des Vermögens	Bayern: Art. 6 Abs. 1 StiftG BY
Ordnungsmäßige Verwaltung des Vermögens	Bremen: § 6 StiftG Br
Sichere und ertragbringende Anlage des Vermögens	Hamburg: § 4 Abs. 2 StiftG Hbg
Verwaltung des Vermögens nach den Regeln ordentlicher Wirtschaftsführung	Sachsen-Anhalt: § 7 Abs. 1 StiftG SA

Noch bis Ende 1995 normierte das bayerische Stiftungsgesetz, dass Stiftungen ihr Vermögen nur in mündelsichere Wertpapiere anlegen dürfen (Art. 14 und 30 StiftG BY a. F.).

Diese Auffassung wird zwar von einzelnen Stiftungsorganmitgliedern immer noch vertreten, hat heute allerdings keine Rechtsgrundlage mehr. Auch das bayerische Stiftungsgesetz spricht in der aktuellen Fassung lediglich davon, dass das Vermögen der Stiftung sicher und wirtschaftlich zu verwalten ist (Art. 6 Abs. 1 StiftG BY).

In der Praxis dürften jedoch die Ansichten darüber, wann eine Kapitalanlage als sicher und ertragbringend bzw. wirtschaftlich einzustufen ist, oftmals auseinander gehen.

Zu Recht kann im Hinblick auf diese Vorgaben auch von einem „Zielkonflikt“ gesprochen werden (Hüttemann/Schön, a. a. O. S. 5): Besonders sichere Anlageformen werden in aller Regel unterdurchschnittliche Erträge erbringen, besonders ertragsstarke Anlagen dagegen mit einem erhöhten Risiko verbunden sein.

Somit kann festgehalten werden, dass aktuell weder auf Bundes- noch auf Landesebene konkrete gesetzliche Vorgaben für die Anlage von Stiftungsvermögen existieren.

Für die verantwortlichen Stiftungsorgane gilt es zu beachten, dass gewichtige Stimmen in der Literatur aus dem stiftungsrechtlichen Grundsatz der Kapitalerhaltung ein klares Verbot von rein spekulativen Vermögensanlagen ableiten (vgl. bspw. Hof in Seifart/v. Campenhausen, Stiftungsrechtshandbuch, 3. Auflage 2009, § 9 Rn. 71 m. w. N.). Es kann somit nicht ausgeschlossen werden, dass im Falle eines (Total-) Verlustes des Stiftungsvermögens die jeweils zuständige Stiftungsaufsicht auf der Grundlage dieser Rechtsauffassung Haftungsansprüche gegen die Stiftungsorgane geltend macht.

## 2. Stiftungssatzung und Auslegung

Klarheit in den oben skizzierten Fragen könnten entsprechende Festlegungen des Stifters in der Satzung schaffen. Der Blick ist daher nun im zweiten Schritt auf die Satzung der Stiftung zu richten. Charakteristisch für das Stiftungsrecht ist der Vorrang des Stifterwillens (vgl. bspw. § 3 StiftG Bremen; Art. 2 Abs. 1 StiftG Bayern). Dieser Stifterwille, der seinen unmittelbaren Niederschlag in der Stiftungssatzung findet, ist somit auch maßgeblich für die Auslegung der Stiftungsgesetze (vgl. Hof in Seifart/v. Campenhausen, a. a. O. § 7 Rn. 18).

In allen gesetzlich nicht oder nicht eindeutig geregelten Fragen der Stiftungsverwaltung ist er als Maßstab für das Handeln der Organe heranzuziehen. Hat der Stifter bei Errichtung seiner Stiftung in der Satzung und in den diese ergänzenden Bestimmungen klare und eindeutige Regelungen in Bezug auf die Anlage des Stiftungsvermögens getroffen, dienen diese den verantwortlichen Stiftungsorganen als klar abgegrenzter Auftrag (vgl. Wachter, Die Roten Seiten zum Magazin Stiftung und Sponsoring, 6/2002, S. 5). Insbesondere bei kleineren Stiftungen und auch bei älteren Satzungen ist dies in aller Regel jedoch nicht der Fall.

Als nächster Schritt zur Ergründung des (mutmaßlichen) Stifterwillens kann nun versucht werden, die Satzung der Stiftung auszulegen. Als Indiz kann das Verhalten des Stifters in der Vergangenheit, beispielsweise im Rahmen der Vermögensausstattung der Stiftung, dienen (vgl. Schiffer/Pruns, a. a. O., 3. Auflage 2013, § 4, Rz. 55). Doch auch diesem Besterben dürfte in vielen Fällen auf Grund der Übertragung von Barmitteln kein Erfolg beschieden sein.

## 3. Sorgfaltsmaßstab für das Handeln der Stiftungsorgane

Befinden sich die verantwortlichen Stiftungsorgane nun in der Situation, dass weder in der Stiftungssatzung verbindliche Vorgaben zur Vermögensanlage getroffen wurden noch diesbezüglich ein mutmaßlicher Stifterwille ermittelt werden kann, ist den Verantwortlichen bei ihren Anlageentscheidungen anzuraten, stets die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns walten zu lassen. Dieser aus dem Handelsrecht entlehnte Grundsatz ist eng verwandt mit der auf die Organe von Kapitalgesellschaften anzuwendenden Business Judgement Rule (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG), auf die im zweiten Teil dieses Aufsatzes im kommenden Heft (Kapitel II.) unter dem Ge-



sichtspunkt der Haftung des Stiftungsvorstandes und deren Vermeidung näher einzugehen sein wird.

Für die Praxis bedeutet dies beispielsweise, dass von den verantwortlichen Stiftungsorganen erwartet werden kann, dass diese sich im Vorfeld einer Anlage mit den zu erwartenden Chancen und Risiken auseinandersetzen. Einen Anhaltspunkt hierfür können die beiden Kennzahlen Value at Risk und Sharpe-Ratio bieten (vgl. Falk, Vermögensanlage, Stiftungsratgeber Band 6, 2011 S. 32 f.) die in aller Regel durch die Emittenten der Anlage veröffentlicht werden.

**Praxishinweis** ► **Value at Risk:** Gibt Auskunft darüber, welcher Betrag in einer bestimmten Zeit mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit höchstens verloren wird.

**Sharpe-Ratio:** Misst die Überrendite einer Geldanlage pro Einheit des übernommenen Risikos. Die Überrendite ergibt sich dabei aus der Rendite des Portfolios nach Abzug des risikolosen Zinses.

Zu beachten ist auch das Gesamtrisiko des Anlageportfolios. Hier gilt es insbesondere die Bildung von „Klumpenrisiken“ zu vermeiden.

**Praxishinweis** ► **Klumpenrisiko:** Häufung von Ausfallrisiken mit ähnlichen oder identischen Korrelationswerten. Bspw. Investment in Anleihe und Aktie desselben Unternehmens oder in verschiedene Anlageklassen in derselben Fremdwährung.

#### 4. Fazit für die Anlagestrategie

Stiftungen sind heute in der konkreten Ausgestaltung der Anlage ihres Vermögens frei (unter Beachtung des Stifterwillens). Den verantwortlichen Organen steht theoretisch eine kaum mehr zu überblickende Vielfalt an Anlageprodukten zur Verfügung. Diese reicht von den klassischen mündelsicheren Anlagen i. S. der §§ 1806 ff. BGB bis hin zu komplex strukturierten Finanzprodukten.

Stiftungsorgane, die nun den Versuch unternehmen, die landesgesetzlichen Vorgaben „sicher“ und „ertragbringend“ in einer einzelnen Anlageform zu realisieren, dürften mit einem entsprechenden Unterfangen zumindest im aktuellen Marktumfeld scheitern.

Mit Hof ist somit heute mehr denn je davon auszugehen, dass eine Optimierung von Ertrag und Werterhaltung nur durch sorgfältige Auswahl, Mischung und Streuung der Vermögensanlagen zu erzielen sein wird (vgl. Hof in Seifart/v. Campenhausen, a. a. O. § 9 Rn. 91).

Die nachfolgenden Ausführungen sollen daher im Wesentlichen darauf beschränkt werden, Vor- bzw. Nachteile einzelner Anlageformen im Hinblick auf die Rendite-Risikostruktur des Gesamtportfolios darzustellen.

#### 5. Betrachtung ausgewählter Anlageformen

Als grundsätzliche Anlagealternativen stehen Stiftungen Finanzanlagen und Sachanlagen zu Verfügung. In der Literatur

vorzufindende Empfehlungen bzgl. des Verhältnisses der Investitionen in die beiden Kategorien sowie innerhalb dieser sind nicht zuletzt im historischen Kontext ihres Entstehens zu sehen. Auf diesbezügliche Empfehlungen soll daher an dieser Stelle verzichtet werden. Eingegangen werden soll jedoch auf die immer mehr an Bedeutung gewinnende „Anlageklasse“ des nachhaltigen Investments.

##### a) Finanzanlagen

Finanzanlagen leisten in aller Regel durch eine börsentägliche Veräußerbarkeit einen wichtigen Beitrag zur Liquidität der Stiftung. Sie können weiter unterschieden werden in Kassaprodukte und Derivate, also Finanzinstrumente, die aus anderen Anlageobjekten abgeleitet sind.

##### aa) Kassaprodukte

Gängige Kassaprodukten sind insbesondere Anleihen und Aktien.

**Anleihen:** Während der Laufzeit der Anleihen erzielt die Stiftung laufende Erträge durch die Zinszahlungen. Die Ausgabe von Anleihen erfolgt sowohl durch Staaten als auch durch Unternehmen.

Entscheidend für die Rendite, aber auch das (Ausfall-) Risiko, dass mit der Investition in Anleihen verbunden ist, ist die Bonität des Emittenten: je höher die Bonität, desto niedriger die Zinsen und umgekehrt. Für die Beurteilung des Ausfallrisikos kann auf die Bewertung der großen Ratingagenturen Standard & Poors (abrufbar unter [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)) und Moody's (abrufbar unter [www.moody.com](http://www.moody.com)) zurückgegriffen werden. Die Bewertungsskala reicht dabei von „AAA“, wonach praktisch kein Ausfallrisiko besteht, bis hin zu „D“, das an Schuldner vergeben wird, die sich bereits in Zahlungsschwierigkeiten befinden. Durch die Zusätze von +/- bzw. der Ziffern 1 bis 3 wird darüber hinaus eine Tendenz nach oben oder unten angegeben. Bereits ab einer Bewertung mit „BB+“ (Standard & Poors) bzw. „Ba1“ (Moody's) ist eine Anleihe als spekulativ einzustufen. Stiftungen sollten in Papiere dieser Emittenten nicht mehr investieren bzw. diese abstoßen.

**Aktien:** Aktien gelten als Substanzwerte. In aller Regel stehen hier nicht laufende Erträge im Vordergrund, sondern das Erzielen von Wertsteigerungen. Aktien können somit einen wichtigen Beitrag zur (realen) Erhaltung des Stiftungskapitals leisten. Sofern nicht besondere Umstände hinzutreten (Stifterwille!), empfiehlt es sich insbesondere für kleine und mittlere Stiftungen, ausschließlich in börsennotierte Werte zu investieren. Der Grund hierfür liegt zum einen in der leichteren Veräußerbarkeit, zum anderen in der höheren Markttransparenz. Im Hinblick auf eine Risikooptimierung des Portfolios ist auf eine ausreichende Branchenmischung zu achten. Insbesondere sollten Werte aus Branchen mit negativer Korrelation gewählt werden, d. h., solche Werte, die eine gegenläufige Wertentwicklung erwarten lassen.

##### bb) Derivate

Gängige Derivate sind insbesondere Optionen, Futures und Swaps. Isoliert betrachtet sind Derivate als hoch spekulativ einzustufen. Sie können jedoch durch Stiftungen in begrenz-



tem Umfang sinnvoll zur Absicherung von Risiken aus der Anlage in Kassaprodukte eingesetzt werden, z. B. können so mögliche Wechselkursverluste aus Anlagen in Fremdwährung abgesichert oder variable gegen feste Zinssätze getauscht werden. Auf Grund der Komplexität empfiehlt sich der Einsatz jedoch nur bei entsprechender Sachkenntnis der Verantwortlichen.

## b) Sachanlagen

Wichtige Sachanlagen sind Immobilien sowie Rohstoffe.

### aa) Immobilien

Immobilien sind klassische Substanzwerte. In aller Regel erzielen sie über die Jahre einen deutlichen Wertzuwachs. Daneben sorgen Mieten und Pachten für laufende Erträge. Die erzielbaren Renditen übertreffen dabei in der aktuellen Niedrigzinsphase oftmals die der festverzinslichen Anleihen von Emittenten mit guter und sehr guter Bonität. Somit überrascht auch nicht, dass Stiftungen, die lange Zeiträume und sogar Jahrhunderte überdauern konnten, oftmals große Anteile ihres Vermögens in Immobilien investiert haben (vgl. auch Benke/Maucher, *Stiftung & Sponsoring* 3/2007, S. 31).

Kleinen Stiftungen wird eine Direktinvestition angesichts des notwendigen Investitionsvolumens in den allermeisten Fällen nicht möglich sein. Ihnen bleibt jedoch die mittelbare Investitionsmöglichkeit über offene und geschlossene Immobilienfonds. Da einschlägige Beteiligungsmodelle oftmals in mehrere Objekte und verschiedene Regionen investieren, könnte so auch ein Beitrag zur Diversifikation und damit zur Risikoreduzierung erreicht werden. Unter Renditegesichtspunkten gilt es jedoch stets auf die Kostenstruktur des Anbieters zu achten.

### bb) Rohstoffe

Stellvertretend für die unzähligen Investitionsmöglichkeiten in dieser Assetklasse soll hier nur auf die Investition in Edelmetalle eingegangen werden. Stiftungen, die vor zehn Jahren einen Teil Ihres Vermögens beispielsweise in Gold investiert hätten, müssten sich trotz aktueller Kurskorrekturen sicherlich keine Gedanken um einen realen Werterhalt ihres Vermögens machen – hat sich der Preis für eine Feinunze Gold in der Zeitspanne von Mitte 2003 bis Mitte 2013 doch nahezu vervierfacht. Die rasanten Kurskorrekturen im April und Mai diesen Jahres machen jedoch deutlich, dass Edelmetalle ähnlich wie Aktien auf Grund von Spekulationen größeren Wertschwankungen unterworfen sein können. Gold und Silber haben jedoch in der Vergangenheit – im Gegensatz zu so manchen Unternehmensaktien und auch Staatsanleihen – nie vollständig ihren Wert verloren. Zu beachten ist natürlich, dass im Vergleich zu den Substanzwerten „Immobilie“ und „Aktie“ keinerlei laufende Erträge erzielt werden.

## c) Nachhaltiges Investment

Nachhaltiges Investment stellt genau genommen keine eigene Anlageklasse dar. Vielmehr wird hier die Investitionswürdigkeit von Finanz- und Sachanlagen mit Hilfe von Ausschlusskriterien im Hinblick auf ihre ethisch-ökologisch-soziale Güte

bewertet (vgl. hierzu ausführlich Falk, *Vermögensanlage*, a. a. O. S. 45). Insbesondere gemeinnützigen Stiftungen bietet sich so die Möglichkeit, ihren Stiftungszweck auch mittelbar über die Vermögensanlage zu verwirklichen.

Entgegen bestehender Vorurteile bedeutet nachhaltiges Investment dabei nicht zwangsläufig Einbußen bei der erzielbaren Rendite. Dies hat eindrucksvoll die Entwicklung des Global Challenges Index (GCX) gezeigt, der die Werte von 50 Großunternehmen sowie kleiner und mittlerer Unternehmen abbildet, die durch ihre Produkte und Dienstleistungen eine nachhaltige Entwicklung fördern. Im Vergleich zu konventionellen Indizes wie beispielsweise dem EuroStoxx 50 konnte hier in den letzten Jahren sogar eine Überrendite erzielt werden:



Vergleich Total Return: GCX (dunkle Linie) und EuroStoxx 50 (helle Linie) (Quelle: Global Challenges Index, abrufbar unter <http://www.gcindex.com>).

## AUTOREN



### Ulrich Burkhardt

ist als Wirtschaftsprüfer und Steuerberater bei der Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft optegra GmbH & Co. KG in München als Geschäftsführer tätig. Zu den Schwerpunkten seiner Tätigkeit gehören die Prüfung von Jahres- und Konzernabschlüssen, die internationale Rechnungslegung (IFRS) und Due Diligence. Er ist ebenso tätig als Verfasser von Fachbeiträgen zu diesen und weiteren Themen.



### Thomas Müller

ist Steuerberater bei der Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft optegra GmbH & Co. KG in München. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind die Vermögens- und Unternehmensnachfolgegestaltung sowie die Beratung gemeinnütziger Körperschaften. Er ist ebenso tätig als Verfasser von Fachbeiträgen zu diesen Themen.



### Anke Katrin Louis

ist als Rechtsanwältin in München tätig. Ihr anwaltlicher Schwerpunkt liegt im Steuer- und Gesellschaftsrecht. Sie ist ebenso tätig als Verfasserin von Fachbeiträgen zu diesen und weiteren Themen.