

Stiftungsvermögen

Mit der richtigen Anlagestrategie zur optimalen Rendite

Stiftungen müssen «zwei Fliegen mit einer Klappe schlagen»: Sie sollen Vermögen langfristig verwalten – aber auch ihre Ausschüttungen sicherstellen. Mit einer soliden, gut durchdachten Anlagestrategie sichern Stiftungen langfristig ihre Existenz und Attraktivität.



Von **Beat Locher**, CFA, CAIA, CFP, Senior Berater Professionelle Anleger Berner Kantonalbank BEKB

Im Gegensatz zu BVG-Stiftungen geniessen klassische Stiftungen in der Schweiz eine grosse Freiheit bei der Ausgestaltung ihrer Anlagestrategie. Das Stiftungsrecht macht diesbezüglich keine Vorgaben. Die Vorschriften zur Anlagestrategie für Vorsorgeeinrichtungen (Art. 49 ff. BVV 2) können klassischen Stiftungen zwar als Orientierungshilfe dienen – sie sind aber nicht zwingend einzuhalten. Aufschluss

gibt hier auch das Merkblatt «Vermögensanlage bei klassischen Stiftungen» der BVG- und Stiftungsaufsicht des Kantons Zürich (BVS). Kurz zusammengefasst: Die BVV2-Verordnung ist eine Richtschnur. Sofern die Grundsätze der Vermögensbewirtschaftung (Sicherheit, Rentabilität, Liquidität und Diversifikation) eingehalten werden – und die Risikofähigkeit der Stiftung es erlaubt – darf davon abgewichen werden.

Risikofähigkeit: Ziele und Verpflichtungen verstehen

Bevor eine Anlagestrategie entwickelt werden kann, ist ein gründliches Verständnis der langfristigen Ziele und Verpflichtungen der Stiftung unerlässlich. Dazu gehören primär die Höhe der jährlichen Ausschüttungen sowie die Zielsetzung in Bezug auf den Kapitalerhalt. Soll dieses ganz erhalten bleiben oder ist ein bestimmter Verzehr möglich, allenfalls sogar gewünscht?

Anders als Personalvorsorgeeinrichtungen haben Stiftungen häufig keine festen langfristigen Leistungsverpflichtungen. In ertragsarmen Jahren können sie theoretisch ihre Ausschüttungen reduzieren – was im Grundsatz eine vergleichsweise höhere Risikofähigkeit impliziert.

Herleitung der richtigen Anlagestrategie

Es ist erwiesen, dass der Anlageerfolg überwiegend aus der Anlagestrategie resultiert. Sie definiert also das langfristige Rendite- und Ausschüttungspotenzial der Stiftung. Sind die beiden Parameter – Stiftungskapital sowie die zu erwartenden Cashflows (Einnahmen abzüglich gewünschten Ausschüttungen sowie administrative Kosten) – bestimmt, ist die Basis für eine zur Stiftung passende Anlagestrategie gelegt.

Hier ein konkretes Praxisbeispiel:

Nehmen wir an, dass eine Stiftung über ein Vermögen von 10 Mio. Franken ver-

Tabelle 1: Historische Renditen gemäss BEKB Standardstrategien seit 1972

Strategie	Einkommen	Ausgewogen	Wachstum
Aktienanteil	20%	40%	60%
Rendite p.a.	2,49%	3,36%	4,15%

fügt, das sie langfristig erhalten möchte. Gleichzeitig strebt sie eine jährliche Ausschüttung (inkl. Administrations- und Verwaltungskosten) von 200'000 Franken an.

Das übliche Verfahren zur Herleitung der Strategie besteht darin, bei gegebenem Vermögen eine Portfoliorendite und Ausschüttungsrate zu unterstellen. Dabei wird angenommen, dass beide Variablen unverändert bleiben. Wenden wir dieses lineare Verfahren nun mit den langfristigen Renditeparametern von drei Standardstrategien an (s. Tabelle 1 oben).

Hier könnte man zum Schluss kommen, dass sich das Ziel der Stiftung mit einer defensiven Einkommensstrategie problemlos erreichen lässt, da die anvisierte Ausschüttungsrate von 2% mit einer Rendite von 2,49% ausreichend gedeckt wird. Dabei werden jedoch zwei zentrale Faktoren ausgeblendet:

1. Inflation: Will die Stiftung nicht nur unter nominaler Betrachtung ihre Ziele erreichen, sondern auch unter realer Perspektive, sind in Bezug auf das Kapital und die jährlichen Ausschüttungen zwingend entsprechende Anpassungen vorzunehmen. Es wird folglich eine jährliche Teuerungsrate von 1 bis 2% berücksichtigt, was dem langjährigen Durchschnittswert für die Schweiz entspricht.

2. Renditereihenfolgerisiko: Ein anderer und schwerwiegender Mangel der oben angestellten, linearen Betrachtungsweise besteht darin, dass Portfolio-Renditen um einen Mittelwert herum schwanken – und diese Schwankungen

für einzelne Jahre nicht zuverlässig prognostiziert werden können. Wir sprechen in diesem Zusammenhang auch vom Renditereihenfolgerisiko (Sequence of Returns Risk).

Um diesem Problem entgegenzuwirken, muss mit Hilfe der Monte-Carlo-Simulation (MCS) eine anspruchsvolle Prognosetechnik verwendet werden. Bei einer MCS wird ein mathematischer Algorithmus basierend auf Zufallsstichproben eingesetzt, bei welchem in unserem Fall auf Annahmen in Bezug auf Rendite, Volatilität, Cashflows sowie Inflation einige tausend mögliche Fälle – sogenannte Iterationen – erzeugt werden. Daraus resultiert die Spannweite der möglichen Portfolio-Endwerte. Für den obigen Fall haben wir eine Simulation mit 10'000 Iterationen durchgeführt, basierend auf Rendite-kennzahlen seit 1972 für die verschiedenen Anlageklassen (sog. Bootstrapping-Verfahren). Die Berechnungen führen dabei zu nachfolgendem Resultat:

Die Resultate zeigen, dass eine defensive Einkommensstrategie mit einem Aktienanteil von 20% nicht ausreicht, um über eine Betrachtungszeitraum von 50 Jahren einen realen Kapitalerhalt sicherzustellen. Die Wahrscheinlichkeit, dieses Ziel zu verfehlen, liegt gemäss der durchgeführten Monte-Carlo-Simulation bei sehr hohen 91%. Mit einer Wachstumsstrategie – und einer damit verbundenen Aktienquote von 60% – kann die Erfolgswahrscheinlichkeit auf immerhin 72% gesteigert werden. Das obige Beispiel verdeutlicht aber auch unsere Überzeugung, dass viele

Stiftungen mit einem langen, teils endlosen Anlagehorizont mit ihrem Aktienanteil von 20 bis 40% heute tendenziell eher zu defensiv aufgestellt sind.

Alternative Anlagen als Heilsbringer?

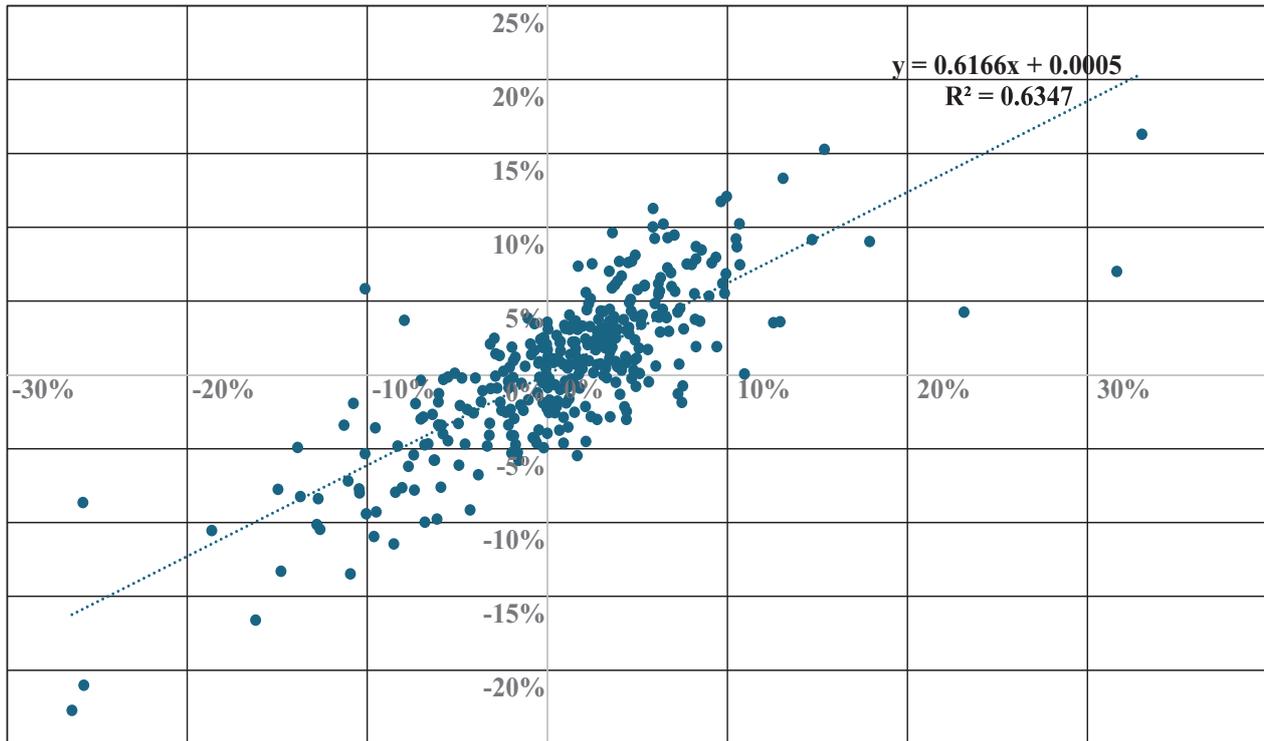
Aus Diversifikationsoptik lässt sich festhalten, dass der Smoothing Bias bei zahlreichen Alternativen Anlageklassen klar feststellbar ist. Die Diversifikationsvorteile dieser Anlagen sind oft nur buchhalterischer und nicht ökonomischer Natur. Das lässt sich gut veranschaulichen, wenn man die Korrelationsdaten nicht quartalsweise, sondern auf Jahresbasis rollierend berücksichtigt. Ein Vergleich zwischen Small-Cap-Aktien und dem LPX50, der innerhalb der Pictet BVG-Indizes als Benchmark für Private Equity herangezogen wird, zeigt zum Beispiel, dass Private Equity langfristig ein hohes Aktien-Beta aufweist.

Privatmarktanlagen tragen zusätzliche Liquiditätsrisiken, die durch höhere Renditen kompensiert werden müssen. Aus Renditeoptik lassen sich jedoch in Bezug auf Alternative Anlagen in Form von Hedge Funds oder Private Equity keine Renditevorteile erkennen. Zumindest dann nicht, wenn wir die Renditen auf aggregierter Indexbasis betrachten. So zeigt ein Vergleich des Pictet BVG 60 2000 (enthält keine Alternativen Anlagen) mit dem Pictet BVG 60 Plus 2005, welcher je 7,5% in Hedge Funds und Private Equity investiert, keine Renditevorteile im Betrachtungszeitraum.

Tabelle 2: Erfolgswahrscheinlichkeit gemäss Monte-Carlo-Simulation (MCS)

Ziel	Einkommen	Ausgewogen	Wachstum
Kapitalerhalt über 50 Jahre (nominal)	77%	89%	91%
Kapitalerhalt über 50 Jahre (real)	9%	50%	72%

Renditen LPX50 vs. Small Cap Aktien Global (1994–2024)



Eigene Darstellung BEKB

Fazit und Empfehlungen

- Die Anlagestrategie bestimmt das langfristige Rendite- und Ertragspotenzial – und damit auch eine realistische Ausschüttungsrate.
- Die Wahl der Strategie hat einen grossen Einfluss darauf, ob das Stiftungsvermögen langfristig erhalten werden kann.

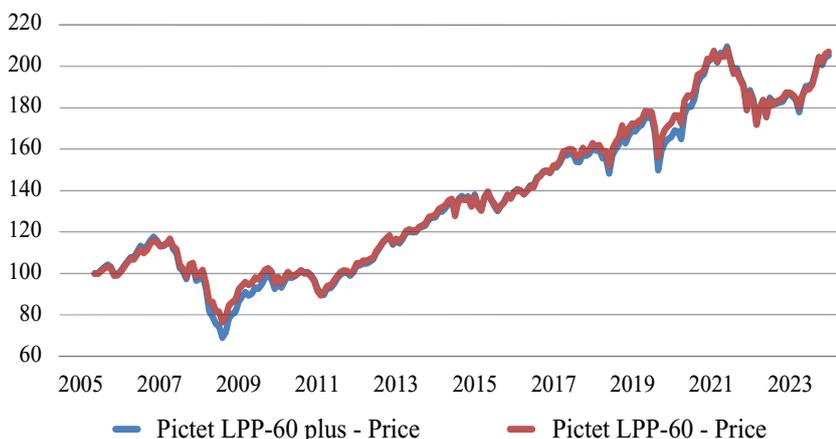
- Eine vereinfachte Renditebetrachtung in Relation zu den projektierten Ausschüttungen kann zu gravierenden Fehleinschätzungen in Bezug auf die Strategieerleitung führen.
- Defensive Strategien mit einem tiefen Aktienanteil reichen nur in seltenen Fällen für einen langfristigen realen Kapitalerhalt bei Stiftungen.

- Die Beimischung Alternativer Anlagen ist kein alleiniger Heilsbringer. Sie erhöht die Komplexität sowie die Kosten des Portfolios – und muss daher mit grosser Vorsicht angegangen werden.
- Alternative Anlagen bringen nur dann echte Diversifikationsvorteile, wenn sie die bestehenden Schwachstellen von traditionell gemischten Anlagestrategien angehen. Dies ist bei vielen Alternativen Anlageklassen nicht der Fall.
- Eine ordentliche Vermögensbewirtschaftung ist nicht ausschliesslich ein Privileg grosser Stiftungen.

beat.locher@bekb.ch
www.bekb.ch

Pictet BVG 2000-60 vs. Pictet BVG 2005-60 plus

Monatzahlen (Hoch: 209.55 / Tief: 69.08 / Veränderung: 105.26%)



Eigene Darstellung BEKB