

Leistungsfähiges Stiftungsportfolio durch breite Diversifizierung

Der Erhalt des Stiftungskapitals und das Erwirtschaften auskömmlicher Erträge sind die wesentlichen Herausforderungen für Stiftungen. Die Niedrig- und Nullzinspolitik der Notenbanken machte es in den letzten Jahren schwierig bis unmöglich, mit einem klassischen Aktien-Anleihen-Mix hinreichende Erträge zu generieren. Zwar haben die historisch hohen Inflationsraten im Jahr 2022 nahezu alle Notenbanken zu einer Serie deutlicher Zinsanhebungen gezwungen, das in der Folge erreichte Zinsniveau genügt aber vielfach noch nicht, um den realen Kapitalerhalt auf Basis noch immer erhöhter Verbraucherpreise erzielen zu können.

Nach vorne blickend stellt sich die Situation inzwischen zum Glück etwas erfreulicher dar: Gegenüber den marktbasieren Inflationserwartungen (Ende Januar bei etwa 2,30% für die Eurozone) ist es inzwischen durchaus wieder möglich, auch ohne „Verzweiflungstaten“ Stiftungskapital und Kaufkraft zu erhalten. Die Endfälligkeitsrenditen von Euro-Anleihen hoher Qualität erlauben in kurzen und mittleren Laufzeiten aktuell wieder den Kapitalerhalt. Die Marktberichtigungen, die der Jahrhundertsturm des Jahres 2022 mit sich brachte, geben Stiftungen wieder etwas komfortableren Spielraum in ihrer Vermögensanlage.

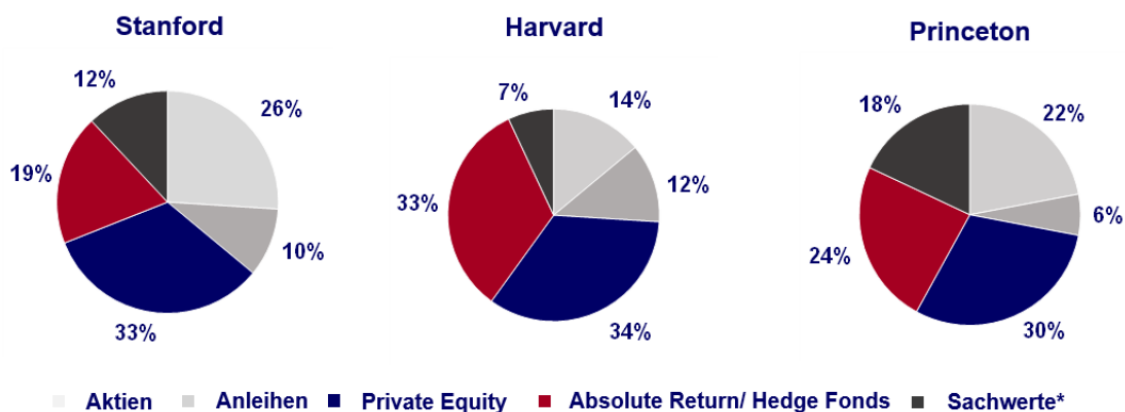
Breite Diversifizierung statt Monokultur

Auch wenn sich die Investitionsbedingungen bei Zinsanlagen deutlich gebessert haben und damit die über die letzten Jahre gegebene Notwendigkeit der Substituierung mit anderen Anlageklassen scheinbar schwindet, finden sich doch weiterhin gewichtige Argumente, eine breite Diversifizierung des Stiftungsvermögens aufrecht zu erhalten.

Es lohnt immer wieder, den Blick auf die sehr erfolgreichen Anlageergebnisse der Stiftungsfonds („Endowments“) großer Universitäten in den USA zu lenken. Deren Anlageziele sind nicht gänzlich unähnlich den Bedürfnissen einer typischen deutschen Stiftung. Beide müssen ausreichenden Ertrag für einen laufenden Zweck erwirtschaften und dabei das Grundkapital real erhalten. Beide genießen den Luxus eines langen, quasi unendlichen Anlagehorizonts, der sie in die Lage versetzt, langfristig anlegen und zwischenzeitliche Schwankungen aus Preisbewegungen tolerieren zu können. Gerade die definatorische Unempfindlichkeit gegenüber temporären Kursrisiken hat die Stiftungsfonds etwa in Yale oder Harvard schon seit Jahrzehnten zu einer Investmentdisziplin ermutigt, die im Vergleich zum Anlageverhalten vieler Stiftungen in Deutschland sehr viel weniger stark auf vermeintlich „sichere“ Anlageklassen wie Geldmarkt oder Staatsanleihen setzt.

Aus unserer Sicht können die überlegenen Resultate, die an US-Universitäten mit diesem Anlagestil erzielt werden, heimischen Stiftungen als Vorbild oder zumindest Anregung zur sinnvollen Gesamtvermögensallokation dienen. Einem breiten Vermögensmix, der auf unterschiedliche und untereinander gering korrelierte Risikoprämien zugreift, gelingt es langfristig besser, überlegene Renditen an den Kapitalmärkten abzugreifen, als es mit sehr schwankungsarmen, dafür aber auch renditeschwächeren Anlagestrategien möglich ist.

Allokation der Stiftungsportfolien großer US Universitäten



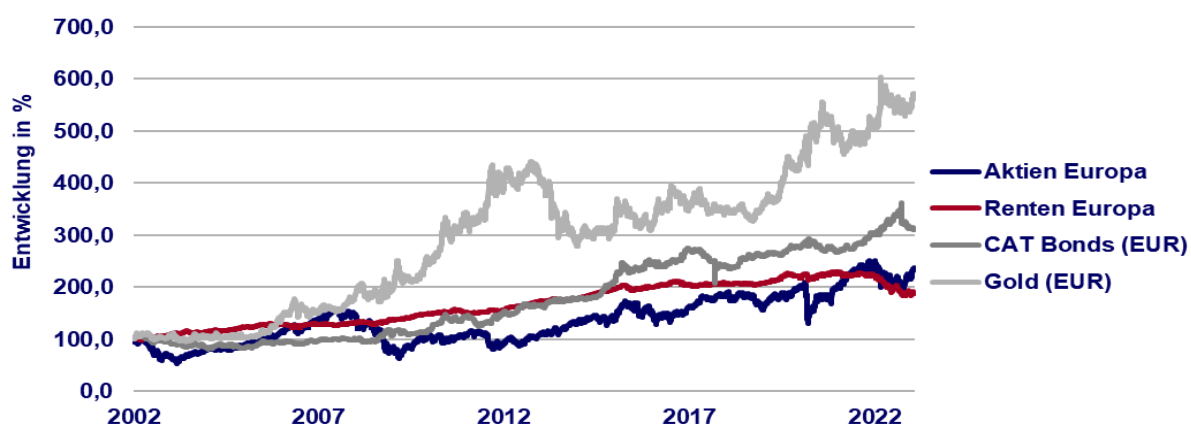
Quelle: Stanford und Harvard (2021), Princeton (2022)
Sachwerte inklusive Immobilien und natürlicher Ressourcen

Noch immer beobachten wir häufig, dass viele Stiftungen aus der Historie heraus mit einer zinslastigen Gesamtvermögensstruktur arbeiten. Zwar haben zahlreiche Stiftungen die widrigen Bedingungen der Niedrig- und Negativzinsphase korrekterweise genutzt, um strukturell höhere Aktienquoten in den Anlagerichtlinien festzuschreiben, doch bewegen sich typische Gesamtvermögensquoten in der deutschen Stiftungslandschaft weiterhin näher am Standard der letzten Jahrzehnte als an US-Endowment typischen Strukturen.

Wir ermutigen die von uns betreuten Stiftungen immer wieder, gerade den Luxus des langen Anlagehorizonts und die Freiheit von Regulierung, der beispielsweise Banken oder Pensionskassen unterliegen, auch zu nutzen. Stiftungen genießen gegenüber regulierten Anlegern ja gerade den Vorteil, nicht in fragwürdige Value-at-Risk basierte Schwankungsvermeidung gezwungen zu sein. Das erlaubt ihnen, eine konstruktivere Positionierung an den Kapitalmärkten einzugehen, die mit dem Ernten attraktiverer Prämien einhergeht. Universitätsstiftungen in den USA wählen beispielsweise eine Reihe von Illiquiditätsprämien in der Direktanlage (z.B. Private Equity, land- und forstwirtschaftliche Flächen oder Immobilien), operieren mit höheren Aktienquoten und verwenden marktneutrale Absolute Return Strategien.

Wir sehen den Ansatz eines solchen Multi-Asset-Mixes als robustere und überlegene Alternative zu Monokulturen, die aus nur „Aktien/Renten“ konstruiert sind. Gerade im Umfeld ungünstiger, nämlich hoher Korrelation an den Kapitalmärkten, zeigen sich breiter diversifizierte Anlagestrategien als resilienter. Das Jahr 2022 dient dafür als Beleg: Multi Asset Portfolien, die neben Aktien- und Zinsrisiko zusätzlich Trendfolgestrategien, Absolute Return Ansätze, Edelmetalle oder Fremdwährungspositionen berücksichtigten, konnten die Verluste eingrenzen.

Ein breiter Vermögensmix ermöglicht gering korrelierte Risikoprämien



Korrelationen	Aktien Europa	Renten Europa
Gold (in EUR)	0,19	0,14
CAT Bonds (in EUR)	-0,02	0,06

Quelle für beide Grafiken: Bloomberg: Basis CAT Bonds = Swiss Re Cat Bond TR Index, Aktien = Stoxx Europe 600 Net Return, Renten Europa = IBOXX Euro Overall TR Index; jeweils in EUR und vor Kosten; Zeitraum: 04.01.2002-30.01.2023 (Seit Auflage des Swiss Re CAT Bond TR Index); Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Vergangene Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Die Stiftungsrechtsreform erlaubt aus unserer Sicht künftig auch eine stärkere Berücksichtigung von Instrumenten, die üblicherweise keinen Ausschüttungsbeitrag leisten, wie etwa Rohstoffe oder Edelmetalle. Gerade Rohstoffe erfüllen nach jahrelanger Underperformance die klassischen Merkmale eines Value-Investments: Sie sind unterbewertet, unterinvestiert, ungeliebt. Die zu erwartende starke Nachfrage nach Metallen wie Kupfer, Zink oder Aluminium im Zuge des Ausbaus erneuerbarer Energien und der Elektrifizierung bieten überdies einen interessanten Investment Case.

Gold verspricht Schutz vor systemischer Instabilität und Kaufkraftverlust. Wir verstehen Gold nicht als Rohstoff, sondern als Währung mit einem über mehr als 2.000 Jahre akkumulierten Vertrauenskapital. Gold dient dem Substanzerhalt sowie der risikofreien Wertaufbewahrung ohne Gegenparteeisiko. Das Edelmetall konnte von Euroeinführung 1999 bis Ende 2022 pro Jahr 8,6 Prozent zulegen und hat so den durch Geldmengenausweitungen hervorgerufen Kaufkraftverlust verlässlich ausgeglichen.

Als Portfoliobeimischung kommen auch CAT-Bonds in Frage. Diese meist von Rückversicherern emittierten Anleihen ermöglichen die Risikoübernahme aus Naturkatastrophen, wie Erdbeben oder Wirbelstürmen, und führen insbesondere in Deutschland noch ein Schattendasein. Dabei können sie für Stabilität im Portfolio sorgen, da sie praktisch keine Korrelation zu traditionellen Assetklassen wie Aktien oder Staatsanleihen aufweisen. Mit typischerweise sehr kurzen Laufzeiten belasten sie das Portfolio kaum mit Zinsrisiko, bieten aber einen vergleichswisen hohen Ertrag, gerade auch weil die Prämien zuletzt deutlich angestiegen sind.

Taktisch Vorsicht bei Immobilien

Auch innerhalb der traditionellen Anlageklassen lohnt es sich über traditionelle Grenzen hinaus weiterzudenken. Wie auf Gesamtportfolioebene spricht viel für eine breitestmögliche Diversifizierung nach Sektoren, Stilen, und Währungsräumen.

Im Rentensegment sind inflationsindexierte Anleihen grundsätzlich ein sinnvoller Baustein, der Kaufkraftherhalt besser ermöglicht als nominale Anleihen und zudem günstige Korrelationseigenschaften gegenüber anderen Anleiheinvestments mit sich bringt.

Beimischungen von Hochzins-, Fremdwährungs-, Schwellenland- oder Wandelanleihen ermöglichen höhere laufende Renditen.

Auch das Aktienportfolio sollte immer eine breite Aufstellung zum Ziel haben. Allzu oft zeigt sich in Stiftungsportfolien ein ausgeprägter Home- und Lage Cap Bias. Dividendenstarke Aktien von Unternehmen hoher Qualität bilden das Fundament eines hochwertigen Aktienportfolios. Wie wichtig die breite internationale Diversifizierung bei Aktien ist, zeigen die hohen Performance- und Bewertungsabschläge vieler europäischer Werte über die letzten Jahre im Kontext rückläufiger Wettbewerbsfähigkeit und Profitabilität. Zu berücksichtigen ist bei der internationalen Einzelwertselektion immer auch die Problematik des Quellensteuerabzugs, der die tatsächlich vereinnahmte Nettodividende stark schmälern kann.

Mit Blick auf stark steigende Zinsen kommen mit ungünstigeren Refinanzierungsbedingungen aktuell vor allem Anlagesegmente in Bedrängnis, die eine starke Abhängigkeit gegenüber der Fremdkapitalfinanzierung aufweisen. Die sehr hohen Kursabschläge bei Immobilienaktien im Jahr 2022 zeichnen den schwierigen Weg vor, den die Anlageklasse Immobilien vor sich liegen hat. Das jahrelange Anwachsen der Preisblasen in den Segmenten Wohnen und Gewerbe belastet nun die Bewertungen. Vielfach wachsen die Kosten schneller, als über meist nicht inflationsgebundene Steigerungen der Mieterträge ausgeglichen werden kann. Die teils sehr hohen Immobilienquoten, die einige Stiftungen über die letzten Jahre aufgebaut haben, bedürfen vielfach einer kritischen Überprüfung. Die Preise tatsächlich gehandelter Transaktionen reagieren träge. Die Preisabschläge bei physischen Immobilien werden erst mit Zeitverzug dem Abwärtspfad folgen, der in liquiden Immobilienaktien zu beobachten ist. Daher könnte noch ein Zeitfenster bestehen, ohnehin geplante Reduzierungen beispielsweise in Immobilienfonds zu noch günstigen Ausstiegskonditionen vorzunehmen.

Das Yale-Konzept auch für deutsche Stiftungen zugänglich gemacht

Eine sehr breite Streuung des Stiftungsvermögens erscheint vielen Stiftungsverantwortlichen unserer Beobachtung nach durchaus wünschenswert. Vielfach stellen aber begrenzte interne Ressourcen, mangelnder Zugang zu spezielleren Anlagesegmenten und Umsetzungsunsicherheiten Hindernisse auf dem Weg zum höheren Zieldiversifizierungsgrad dar. Speziell für kleinere und mittlere Stiftungen, die in der Vermögensanlage von Einzelwert-basierten Investitionen absehen, stellen wir daher unseren Stiftungsfonds BKC Treuhand Portfolio bereit.

Nach dem Vorbild der US-Stiftungsfonds konstruiert, lehnt sich dessen Philosophie stark am Gedanken der maximal möglichen und sinnvollen Diversifizierung an. Der Fonds bietet Stiftungen komfortablen Zugang zu zahlreichen Risikoprämien, auch außerhalb des herkömmlichen Aktien-Anleihen-Mixes. Mit nur einem Instrument erreichen Stiftungen eine globale, breite Diversifizierung, die sonst nur größeren Investment Offices vorbehalten ist. Mit der „Yale DNA“ setzt sich das BKC Treuhand Portfolio seit Auflage im Jahr 2010 zum Ziel, mit begrenzten Risiken über einen vollständigen Kapitalmarktzyklus von etwas fünf bis sieben Jahren den realen Kapitalerhalt auf Basis der in Deutschland vorherrschenden Inflationsraten zu erreichen. Die Anlagestrategie folgt dabei verbindlich dem strengen ethisch-nachhaltigen Kriterienfilter der Bank für Kirche und Caritas, deren hauseigene Nachhaltigkeitspezialisten auch regelmäßig im Engagement-Dialog mit im Fonds investierten Staaten und Unternehmen stehen, um diese zu noch höheren Nachhaltigkeitsstandards zu ermuntern.

Eine verkürzte Version des Artikels finden Sie im [private banking magazine](#).

Bernhard Matthes, CFA, Bereichsleiter BKC Asset Management

Bank für Kirche und Caritas eG

Telefon: 05251 121-2741

E-Mail: bernhard.matthes@bkc-paderborn.de

News zum Fonds

BKC AM auf dem kommenden Fondskongress in Mannheim (29./30. März 2023)

Wir laden Sie herzlich ein, das **BKC Asset Management** am **29./30. März** auf dem **FONDS professionell KONGRESS in Mannheim** zu besuchen.

An **Stand 223 (Ebene 2)** können Sie sich im Gespräch mit unseren Fondsmanagern aus erster Hand darüber informieren, wie wir das Kapital unserer Anleger auch im Umfeld anhaltend hoher Inflationsraten und nachlassender Wirtschaftsdynamik langfristig schützen wollen.

Besonders hingewiesen sei auf den **Vortrag von Bernhard Matthes**, Bereichsleiter BKC Asset Management und Fondsmanager des BKC Treuhand Portfolios:

"Nach dem Jahrhundertsturm: Wo sich 2023 die Anlagebedingungen verbessern"

Mittwoch, 30. März um 14:55 Uhr in Saal 11

Wir freuen uns auf Sie!

Falls Sie kurzfristig noch Interesse an einer Gästekarte für den Fondskongress haben, melden Sie sich gerne bis Mitte März per E-Mail bei uns. Einige Karten sind noch zu vergeben.

Erneute Auszeichnung für das BKC Treuhand Portfolio

Bei der von FondsConsult durchgeführten „Stiftungsfonds Studie 2022“ hat das BKC Treuhand Portfolio erneut hervorragend abgeschlossen. Mit der Note „Gut (2,0)“ lag der defensive Mischfonds in der Endabrechnung auf dem zweiten Platz des Gesamtrankings.



Auszug aus der Stiftungsfonds Studie 2022:

"Auf Platz 2 mit der Gesamtnote von 2,0 findet sich das BKC Treuhand Portfolio, welches - wie es die Herkunft und Zielgruppe vermuten lässt - sehr strenge Kriterien an Nachhaltigkeit und ESG anlegt. Gleichzeitig ist das Anlageuniversum sehr breit global, inklusive Schwellenländer und erlaubt als einer von wenigen Anbietern auch die Hinzunahme von Alternativen Investments. Eine hohe Dividendenrendite auf der Aktienseite sowie eine hohe Fälligkeitsrendite auf der Rentenseite zeichnen das Portfolio aus und so konnte trotz der im Schnitt sehr langen Duration ein gutes Vergleichsergebnis erzielt werden. Auch wurde die Aktienquote in schwierigen Märkten richtigerweise niedrig gehalten, so dass weitere Verluste vermieden werden konnten. Hier findet sich also eine gelungene Kombination aus sehr stringentem Nachhaltigkeitsansatz und gutem Ergebnis. Die Kosten sind mit die niedrigsten im Vergleich, die Ausschüttungsquote noch leicht überdurchschnittlich."