

Betriebs Berater

45 | 2017

Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... **Multilaterales Instrument** ... Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... 6.11.2017 | 72. Jg. Seiten 2625–2688

DIE ERSTE SEITE

Sascha Voigt de Oliveira, RA/StB

Neue Herausforderungen durch Digitalisierung – ein Weckruf für Stiftungsvorstände

WIRTSCHAFTSRECHT

Dr. K. Jan Schiffer, RA, und **Christoph J. Schürmann**, RA

Transparenzregister und Stiftungen – Normadressaten der Melde- und Eintragungspflichten | 2626

Dr. Thomas Wachter, Notar

Stiftung von Todes wegen – Praxisempfehlungen für eine wirksame Gründung | 2631

STEUERRECHT

Prof. Dr. Jochen Lüdicke, RA/StB/FAStR, und **Dr. Florian Oppel**, LL.M., RA

Stiftungen in der Nachfolgegestaltung: Neue Einsatzmöglichkeiten aufgrund der Neuregelung des Unternehmenserbschaftsteuerrechts | 2646

Caroline Glenk, **Selina Reif**, und **Sarah Collet**

Anwendungsfragen des Multilateralen Instruments | 2649

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Maik Paukstadt, StB/CFP

Anlagerichtlinien für gemeinnützige Stiftungen – Entwicklung und Dokumentation einer wirtschaftlichen Vermögensanlage | 2666

ARBEITSRECHT

Prof. Dr. Michael Fuhlrott, RA/FAArbR, und **Sönke Oltmanns**, Richter

Arbeitgeber im Annahmeverzug – Risiken und Handlungsoptionen | 2677

Schwerpunktheft
Stiftungen

Dipl.-Betriebsw. (FH) Maik Paukstadt, StB/CFP

Anlagerichtlinien für gemeinnützige Stiftungen – Entwicklung und Dokumentation einer wirtschaftlichen Vermögensanlage

Stiftungen in Deutschland sehen sich in der Anlage des Stiftungsvermögens einem herausfordernden Kapitalmarktumfeld ausgesetzt, dem mit einer angemessenen Anlagestrategie zu begegnen ist. Eine Anlagerichtlinie unterstützt die Stiftung bei der Strukturierung und Dokumentation der Anlagestrategie und gibt den Rahmen für die Verwaltung des Stiftungsvermögens vor. Der nachfolgende Beitrag stellt die betriebswirtschaftlichen Aspekte im Zusammenhang mit der Aufstellung einer Anlagerichtlinie für Stiftungen dar und liefert Praxishinweise zur Entwicklung einer wirtschaftlichen Vermögensanlage unter Berücksichtigung des diesbezüglich anzuwendenden rechtlichen Rahmens.

I. Rechtliche Rahmenbedingungen der Vermögensanlage bei Stiftungen

Das Vermögen einer gemeinnützigen Stiftung ist nach geltender Rechtslage zugleich sicher und wirtschaftlich sowie ertragbringend zu verwalten.¹ Stiftungen befinden sich mit ihrer Vermögensanlage deshalb grundsätzlich in einem Spannungsfeld zwischen dem Gebot des Vermögenserhalts und der Notwendigkeit, Erträge für die Verwirklichung des Stiftungszwecks zu erwirtschaften. Das Gebot der Kapitalerhaltung ist dabei nicht Selbstzweck, vielmehr dient das Stiftungsvermögen als Grundlage für die dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks.²

Vom Grundsatz der Kapitalerhaltung ausgenommen ist die sog. Verbrauchsstiftung. Die ihr Kapital systematisch verbrauchende Form der Stiftung ist seit dem 22.7.2013 gesetzlich anerkannt. Eine Verbrauchsstiftung gilt gem. § 80 Abs. 2 BGB als eine solche, „die für eine bestimmte Zeit errichtet und deren Vermögen für die Zweckverfolgung verbraucht werden soll“ und dieser im Stiftungsgeschäft festgelegte Zeitraum mindestens zehn Jahre umfasst.³ Für die Vermögensanlage folgt aus dem sehr begrenzten Anlagehorizont eine eher auf die Sicherheit der Vermögensanlage bedachte Verwaltung des Vermögens im Vergleich zur Kapitalstiftung.⁴

Die Grundsätze der Sicherheit und Wirtschaftlichkeit der Vermögensanlage von Stiftungen sind dann gewahrt, wenn die Anlage von Stiftungsvermögen einerseits unvertretbare Risiken vermeidet, andererseits jedoch eine möglichst hohe Rendite erbringt.⁵ Eine einseitige Pflicht zur Risikovermeidung kann dem geltenden Recht nicht entnommen werden, so dass sich die Sicherheit und die Wirtschaftlichkeit der Vermögensanlage gleichwertig gegenüberstehen.⁶ Insbesondere darf der Stiftungsvorstand das gemeinnützigen Zwecken dienende Vermögen zur vollständigen Risikovermeidung nicht brachliegen lassen.⁷ Einen engeren Rahmen aber sieht das Gesetz nicht vor.

Der Stiftungsvorstand genießt unter Beachtung des Stifterwillens einen weiten Ermessensfreiraum. Jedes wirtschaftliche Handeln, durch das der Stiftungszweck in einer ex-ante-Betrachtung dauernd und nachhaltig erfüllt werden kann, ist als pflichtgemäß zu qualifizieren.⁸

Eine Pflichtverletzung liegt insbesondere auf der Grundlage der allgemein anerkannten sog. Business Judgement Rule i.S.d. § 93 Abs. 1 S. 2 AktG nicht vor, wenn der Stiftungsvorstand vernünftigerweise annehmen durfte, zum Wohle der Stiftung zu handeln, was stets die sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen und eine Abwägung der Chancen und Risiken voraussetzt.⁹

Einen für alle Stiftungen gleichsam gültigen Anlagerahmen oder spezifische Restriktionen für einzelne Anlageformen gibt es nicht, insbesondere ist das Stiftungsvermögen nicht mündelsicher anzulegen. Unzulässig im Rahmen dessen ist die Spekulation. Spekulation ist dann gegeben, wenn die Anlage die Grundsätze der Wirtschaftlichkeit außer Acht lässt, das eingegangene Risiko also nicht mehr in angemessenem Verhältnis zum erzielbaren Ertrag steht oder sich überhaupt nicht mehr kalkulieren lässt.¹⁰ Die Beurteilung, ob die Anlage spekulativ ist, ist nicht anhand des einzelnen Anlagegegenstands vorzunehmen, sondern auf Basis des gesamten Portfolios der Stiftung.¹¹

Der den Stiftungsorganen grundsätzlich zustehende Ermessensspielraum setzt eine informierte Entscheidung voraus. Eine solche muss auf den Erfordernissen der Stiftung, dem Kapitalmarktumfeld und den zur Verfügung stehenden Investitionsmöglichkeiten basieren sowie dem Sachverstand, diese Informationen angemessen und mit der gebotenen Sorgfalt miteinander zu verknüpfen. Verfügt der Stiftungsvorstand nicht über den erforderlichen wirtschaftlichen Sachverstand, muss er Sachkompetenz zur Beurteilung der Vermögensanlage hinzuziehen. Tut er dies nicht, scheiden Finanzprodukte zur Anlage aus, deren Funktionsweise der Vorstand nicht zur Gänze versteht.¹²

Die Aufgaben des Stiftungsvorstands beschränken sich nicht auf die Entwicklung einer Anlagestrategie und deren Umsetzung. Der Stiftungsvorstand hat auch für eine ordnungsmäßige Kontrolle über die eingerichtete Vermögensverwaltung und die regelmäßige Überprüfung der Anlagestrategie zu sorgen. Er kann diese Aufgabe zwar nicht an einen Vermögensverwalter delegieren, darf aber einen unabhängigen, sachverständigen Dritten, der funktional von den Aufgaben der operativen Vermögensverwaltung getrennt ist, damit beauftragen.¹³

1 Vgl. BFH, 23.10.1991 – I R 19/91, BStBl. II 1991, 62, 64 f., BB 1992, 842; bspw. Art. 6 BayStG.

2 Vgl. Hüttemann, WM 2016, 676.

3 Jakob/Uhl, in: Gsell u. a. (Hrsg.), Beck'scher Onlinekommentar BGB, § 80 BGB, Rn. 139 ff., Stand: Sept. 2017.

4 Vgl. Hüttemann, WM 2016, 627.

5 Vgl. Voll/Störle, Bayerisches Stiftungsgesetz, 5. Aufl. 2009, Art. 6, Rn. 2.

6 Vgl. Hüttemann, WM 2016, 629.

7 FG München, 15.1.2016 – 7 V 2906/15, DStRE 2017, 101.

8 Vgl. Orth, DStR 2009, 1403 ff.; vgl. OLG Dresden, 10.2.2004 – 8 U 2225/03, BeckRS 2004, 02811; vgl. Fritz, in: Werner/Saenger (Hrsg.), Die Stiftung, 2008, S. 265.

9 Vgl. BGH, 3.3.2008 – II ZR 124/06, BGHZ 175, 365; Schlüter/Stolte, Stiftungsrecht, 3. Aufl. 2016, Rn. 87.

10 Vgl. Fritz, in: Werner/Saenger (Hrsg.), Die Stiftung, 2008, S. 283.

11 Vgl. Fritz, ZStV 2010, 161 ff., 165.

12 Vgl. Hüttemann, WM 2016, 627, 680.

13 Vgl. BaFin, Rundschreiben 3/2009 vom 22.1.2009, Aufsichtsrechtliche Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk VA), abrufbar unter www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_0903_va_marisk.html (Abruf: 17.10.2017).

II. Wirtschaftliche Vermögensanlage

Der Begriff der wirtschaftlichen Vermögensverwaltung findet sich als Vorgabe im Bereich der sog. anderen Anlegung von Mündelgeld i.S.d. § 1811 BGB, der treuhänderisch für ihre Berechtigten gehaltenen Einnahmen der Verwertungsgesellschaften i.S.d. § 25 Abs. 2 Nr. 2 VGG sowie für die Anlage von Stiftungsvermögen. Was unter einer wirtschaftlichen Vermögensanlage im Sinne eines Anlagerahmens zu verstehen ist, regelt das Gesetz nicht.¹⁴

Das OLG München hat in seinem Urteil vom 5.6.2009 zur anderweitigen Anlage des Vormunds nach § 1811 BGB festgestellt, dass eine Anlageform den Grundsätzen einer wirtschaftlichen Vermögensverwaltung entspricht, wenn aufgrund einer umfassenden Prüfung der Vor- und Nachteile, ausgerichtet an den Umständen des Einzelfalls, festgestellt werden kann, dass bei der Anlage auf ein angemessenes Verhältnis von Anlagesicherheit zum Zweck der Vermögenserhaltung und Rentabilität im Sinne einer optimalen Renditeerzielung geachtet wurde.¹⁵ Die Stiftungsliteratur teilt diesen Zwei-Komponenten-Ansatz. So wird eine wirtschaftliche Vermögensanlage angenommen, wenn sie ökonomisch nicht völlig unvernünftig und – gemessen an den vom Stifter festgelegten Zielvorgaben – zweckmäßig ist.¹⁶

Die Prüfung der Umstände des Einzelfalls und damit der Zweckmäßigkeit der Anlage kann auf der Grundlage der Regelungen zur anleger- und anlagegerechten Beratung des § 31 WpHG erfolgen. Ein Vermögensverwalter hat von seinem Kunden zunächst alle Informationen einzuholen, insbesondere über die Anlagedauer, seine Anlageziele, Risikobereitschaft und seine finanziellen Verhältnisse, die erforderlich sind, um ein für ihn geeignetes Finanzinstrument oder eine für sie geeignete Wertpapierdienstleistung empfehlen zu können.¹⁷ Anschließend darf der Vermögensverwalter nur Finanzinstrumente empfehlen, die für den Kunden geeignet sind, mithin den Anlagezielen des betreffenden Kunden entsprechen und die hieraus erwachsenden Anlagerisiken für ihn finanziell tragbar sind.¹⁸

Auf die Prüfung der Zweckmäßigkeit der Vermögensanlage folgt die Beurteilung der Angemessenheit des Verhältnisses von Anlagesicherheit und Rentabilität. Die Konzentration von spekulativen Anlagen, wie beispielsweise Optionen oder Hedgefonds, kann ein Indiz für eine nicht mehr wirtschaftliche Vermögensanlage sein, weil sich Anlagesicherheit und Rentabilität u. U. nicht mehr gleichwertig gegenüberstehen. Der BGH hatte mit Urteil vom 29.3.1994 festgestellt, dass eine professionelle Vermögensverwaltung vernünftigerweise nicht ausschließlich auf hochriskante Optionsgeschäfte setzt, sondern auf eine angemessene Mischung Wert legt.¹⁹

Hieraus folgen ein Spekulationsverbot und hieraus abgeleitet ein Gebot der Diversifikation. Es gilt ein Anlageportfolio zu entwickeln, das durch angemessene Mischung und Streuung mit einem möglichst geringen Risiko auskommt.²⁰ Ein Portfolio ist demnach wirtschaftlich, wenn es im Wesentlichen lediglich die systematischen Risiken (Marktrisiken) der eingesetzten Anlageformen trägt.²¹ So wäre es beispielsweise ökonomisch unvernünftig, das Aktienportfolio durch Anlage in nur wenige Aktientitel zu konzentrieren und damit unsystematische Risiken einzugehen, weil das höhere Risiko nicht durch eine höhere Renditeerwartung kompensiert wird.

Eine hohe Aktienquote muss in diesem Zusammenhang nicht von vornherein als unwirtschaftlich gelten. So hat auch der BGH in seinem Urteil vom 29.3.1994 im Rahmen einer nicht abschließenden Aufzählung Aktien als eine konservativere Anlageform und eben nicht

als per se spekulativ bezeichnet.²² Der Anleger erhöht mit steigendem Aktienanteil zwar das Schwankungsrisiko, er gefährdet jedoch nicht den Vermögensbestand, eine angemessene Diversifikation des Aktienportfolios und einen entsprechend langen Anlagehorizont vorausgesetzt. Temporäre Verluste im Sinne von Kursschwankungen sind der Aktienanlage immanent. Jedoch gehen höhere Kursschwankungen der Aktienanlage gegenüber Anleihen grundsätzlich auch mit einer höheren objektiven Renditeerwartung einher. Das höhere systematische Marktrisiko von Aktien gegenüber Anleihen ist daher für die Frage der Wirtschaftlichkeit der Aktienanlage c. p. unerheblich. Übertragen auf das Stiftungsrecht dürfte folglich auch eine Anlage überwiegend in Aktien wirtschaftlich sein und damit im Rahmen des Ermessensspielraums des Stiftungsvorstands liegen – vorausgesetzt das Aktienportfolio ist bestmöglich unter Beachtung der Grundsätze der Mischung und Streuung diversifiziert und im Rahmen der Erfordernisse des Stiftungszwecks investiert.²³

III. Dokumentation der Anlagestrategie

Aus der ex-ante-Beurteilung der Geeignetheit der Vermögensanlage ergibt sich die Notwendigkeit der sorgfältigen Dokumentation des gesamten Prozesses der Vermögensanlage, ohne die eine fundierte Bewertung nicht möglich ist. Das Portfolio der Stiftung stellt das Ergebnis der Summe aller Abwägungen des Stiftungsvorstands dar und ist lediglich Indiz für die Einhaltung der Vorgabe der sicheren und wirtschaftlichen Vermögensverwaltung. Die Angemessenheit kann jedoch abschließend nur auf Basis der Herleitung der Anlagestrategie unter Berücksichtigung der Erfordernisse der Stiftung beurteilt werden.²⁴

Die Dokumentation der Anlagestrategie soll die Informationslücke zwischen dem Anlageportfolio und den Erfordernissen des Stiftungszwecks schließen. Es empfiehlt sich, die hierfür notwendigen Aufgaben in die folgenden Prozessschritte zu zerlegen:

- Vermögensaufnahme, Feststellung Mittelbedarf,
- Risikotragfähigkeit, Rendite-/Risikoprofil (Anlagestrategie),
- Anlagerichtlinien, Anlagepolitik,
- Anlageauftrag, Überwachung.

Sämtliche für die Vermögensanlage relevanten Daten der Stiftung sind im Rahmen der *Vermögensaufnahme* zusammenzustellen. Dazu zählen insbesondere die Ermittlung, Bewertung und Gliederung der Vermögensgegenstände der Stiftung, die Feststellung der Höhe des in seinem Bestand zu erhaltenden Grundstockvermögens sowie die Aufnahme sämtlicher Rücklagen der Stiftung, insbesondere Ergebnisrücklagen sowie die Umschichtungsrücklage.

¹⁴ Vgl. Hüttemann, WM 2016, 629.

¹⁵ OLG München, 5.6.2009 – 33 Wx 124/09, BeckRS 2009, 19427.

¹⁶ Vgl. Fritz, in: Werner/Saenger (Hrsg.), Die Stiftung, 2008, S. 289; vgl. Orth, DStR 2009, 1402 ff.; vgl. Rothenhöfer, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, Rn. 251.

¹⁷ Rothenhöfer, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, Rn. 249 ff.

¹⁸ Vgl. Anm. Stürmer zu OLG Frankfurt, 28.1.2015 – 1 U 32/13, BKR 2015, 292; vgl. Balzer, WM 2000, 441.

¹⁹ BGH, 29.3.1994 – XI ZR 31/93, BB 1994, 1101, NJW 1994, 1861.

²⁰ Schradin, in: Langheid/Wandt (Hrsg.), Münchener Kommentar zum VVG, 2. Aufl. 2017, Rn. 66; vgl. Buck-Heeb/Lang, in: Gsell u.a. (Hrsg.), Beck'scher Onlinekommentar BGB, § 675 BGB, Rn. 653–657, Stand: Juli 2017.

²¹ Schäfer, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl. 2016, Rn. 13.

²² BGH, 29.3.1994 – XI ZR 31/93, BB 1994, 1101, NJW 1994, 1861.

²³ Vgl. VG Ansbach, 18.6.2012 – AN 10 K 12.00055, BeckRS 2012, 55668, vgl. Hüttemann, WM 2016, 673; vgl. Stürmer, DStR 2015, 1628.

²⁴ Vgl. Söffing/Blusz, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl. 2016, Rn. 83.

Die Feststellung des *Mittelbedarfs* erfordert eine differenzierte Einnahmen- und Ausgabenrechnung, die aus der Gewinn- und Verlustrechnung der Stiftung abgeleitet werden kann. Auf der Einnahmenseite ist beispielsweise von Bedeutung, ob die Stiftung neben den planmäßigen, verwendbaren Erträgen aus dem Vermögen auch Einnahmen aus wirtschaftlichen Geschäftsbetrieben erzielt oder etwa mit Spenden oder Förderungen rechnen kann. Die Ausgaben der Stiftung ergeben sich primär aus der Erfüllung des Stiftungszwecks, differenziert nach zwingend erforderlichen oder optional durchzuführenden Projekten oder Förderungen sowie den voraussichtlichen Verwaltungskosten der Stiftung.

Die *Risikotragfähigkeit* der Stiftung ergibt sich primär aus objektiven Erwägungen²⁵ unter Berücksichtigung eines grundsätzlich unendlichen Anlagehorizonts, soweit es sich nicht um eine Verbrauchsstiftung handelt, und nachgelagert der subjektiven Risikopräferenz oder Risikoneigung der Stiftungsorgane, der Stiftungsaufsicht sowie der Finanzverwaltung.²⁶ Selbst eine wirtschaftliche Vermögensanlage birgt in der Praxis erhebliche Gefahren, wenn der Stiftungsvorstand Kursrückschläge im Portfolio nicht im Sinne der Anlagestrategie durchhält und stille Lasten unwiederbringlich realisiert.

Das *Rendite-/Risikoprofil* der Stiftung fasst die Erkenntnisse der Vermögensaufnahme, der Mittelbedarfsrechnung und der Erhebung der Risikotragfähigkeit zusammen. In einem iterativen Verfahren wird ein Modellportfolio entwickelt, das in seinem Renditeerwartungswert und Risikoverhalten der Zielrendite und dem Risikobudget der Stiftung am ehesten entspricht. Die *Anlagestrategie* beschreibt das ausgewählte Modellportfolio und das definierte Rendite-/Risikoprofil der Stiftung. An dieser Stelle des Anlageprozesses entscheidet sich, wie die Stiftung dem Spannungsverhältnis zwischen Wirtschaftlichkeit (Rendite) und Sicherheit (Risiko) begegnet.

Die *Anlagerichtlinien*, auf die im weiteren Verlauf noch im Detail eingegangen wird, konkretisieren die Anlagestrategie, indem sie zulässige Anlageformen definieren und Grenzen vorgeben. Während die Anlagerichtlinien die Leitplanken der Vermögensanlage formulieren, konkretisiert die Anlagepolitik die Anwendung dieses Rahmens.

Die Aufträge an die Adresse der Vermögensverwalter der Stiftung basieren auf der *Anlagepolitik*. Die Anlagepolitik macht deutlich, wie die Stiftung die in der Anlagerichtlinie definierten Bandbreiten umsetzen möchte. Die mit der operativen Vermögensanlage intern oder extern beauftragten Personen erhalten mit der Anlagepolitik konkrete *Anlageaufträge*, die im Falle der Hinzuziehung eines Vermögensverwalters Grundlage für ein Ausschreibungsverfahren sein können.

Die *Überwachung* der Vermögensanlage ist zwingender Bestandteil des Aufgabenkatalogs des Stiftungsvorstands. Der Stiftungsvorstand kann die operative Vermögensanlage auslagern, jedoch nicht seine Verantwortung für das Anlageergebnis auf Dritte abwälzen.²⁷ Die funktional von den Aufgaben der operativen Vermögensverwaltung zu trennende Kontrollinstanz überwacht insbesondere die Einhaltung der Anlagerichtlinien, die erzielte Performance im Vergleich zur Marktentwicklung und der Zielrendite, die Generierung verwendbarer Erträge gemäß Mittelbedarfsrechnung, die Veränderung des Kapitalstocks mit dem Ziel des Kapitalerhalts sowie die Kosten der Verwaltung.²⁸

IV. Aufbau von Anlagerichtlinien und Regelungsinhalt

Die Anlagerichtlinie bildet den Kern der Dokumentation der Vermögensanlage von Stiftungen und doch gibt es keine rechtliche Vorgabe

betreffend Aufbau und Inhalt. Es empfiehlt sich, die Anlagerichtlinie mit den wesentlichen Entscheidungen und entscheidungserheblichen Informationen betreffend die Vermögensanlage der Stiftung auszustatten. Die Anlagerichtlinie ist sodann Beleg für die Angemessenheit der Vermögensanlage. Hieraus ergeben sich folgende Mindestbestandteile:²⁹ Präambel, Anlagegrundsätze, Zuständigkeiten, Anlagegrenzen und Risikomanagement.

Die *Präambel* fasst sämtliche für die Vermögensanlage relevanten Informationen aus Recht und Gesetz sowie der Satzung der Stiftung zusammen. Hier findet sich eine Beschreibung der rechtlichen Rahmenbedingungen, des Stiftungszwecks, die Vertreter der Stiftung, etwaige Vorgaben des Stifters zur Vermögensbewirtschaftung, Informationen zum Vermögen sowie zu den Einnahmen- und Ausgaben der Stiftung. Handelt es sich bei der Stiftung beispielsweise um eine Verbrauchsstiftung oder etwa um eine unternehmensverbundene Stiftung, so ist diese Information bereits in der Präambel aufzuführen, da die nachfolgenden Regelungen hierdurch maßgeblich beeinflusst werden.

Die *Anlagegrundsätze* beschreiben die Vermögensziele der Stiftung unter Berücksichtigung der dauernden und nachhaltigen Erfüllung des Stiftungszwecks. Die Anlagegrundsätze formulieren die allgemeinen Vorgaben der sicheren und wirtschaftlichen Vermögensanlage, insbesondere die Berücksichtigung einer angemessenen Mischung und Streuung sowie das definierte Rendite-/Risikoprofil der Stiftung. Verpflichtet sich die Stiftung, zweckbezogen (sog. Mission Investing) oder nur in Anlagen zu investieren, die nicht dem Stiftungszweck zuwiderlaufen, sollte dies bereits übergreifend in die Anlagegrundsätze aufgenommen werden.³⁰ Die Anlagegrundsätze sind der Maßstab für die im weiteren Verlauf zu definierenden Anlagegrenzen.

Im Gliederungspunkt der *Zuständigkeiten* ist auszuführen, wer für die Entwicklung der Anlagestrategie und Aufstellung der Anlagerichtlinien verantwortlich ist und wie die Vermögensverwaltung umgesetzt bzw. organisatorisch eingebunden werden soll. Hier können auch Kriterien für ein Verfahren zur Auswahl eines potentiell geeigneten Vermögensverwalters aufgenommen werden. Die Anlagerichtlinie sollte allen Stiftungsgremien vorgelegt und nach eingehender Information und Beratung gemeinschaftlich verabschiedet werden.³¹

Die Definition der *Anlagegrenzen* beschreibt alle wesentlichen Parameter des Anlageportfolios. Die Anlagegrenzen sind für die Umsetzung der Anlagestrategie von entscheidender Bedeutung. Fehlt es an einer Konkretisierung, sind die Anlagegrenzen als effektive Leitschnur ungeeignet. Sind die Anlagerichtlinien hingegen zu eng gefasst, fehlt es der Vermögensanlage u.U. an notwendiger Flexibilität. Es empfiehlt sich eine Orientierung an Inhalt und Struktur der Regelungen der Anlageverordnung für kleinere Versicherungen.³²

25 Vgl. *Rothenhöfer*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, Rn. 253.

26 Vgl. *Fuchs*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Rn. 250ff.

27 Vgl. OLG Oldenburg, 8.11.2013 – 6 U 50/13, npoR 2014, 134, BB 2014, 724 Ls m. BB-Komm. *Graewe*.

28 Vgl. *Fuchs*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, Rn. 34.

29 Vgl. *Schlüter/Stolte*, Stiftungsrecht, 3. Aufl. 2016, Rn. 20, 21; vgl. hierzu auch Bundesverband Deutscher Stiftungen e. V., Stiftungsinfo Nr. 6, 2016, abrufbar unter www.shop.stiftungen.org/stif_tungsinfo-nr-6-anlagerichtlinien (Abruf: 17.10.2017).

30 Vgl. *Weber/Voigt*, npoR 2012, 115.

31 Vgl. *Schwake*, in: Beuthien/Gummert/Schöpfli (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 5, 4. Aufl. 2016, Rn. 306, 307; vgl. *von Holt/Koch*, Stiftungssatzung, 2. Aufl. 2011, Rn. 28; vgl. *Hüttemann*, WM 2016, 680.

32 Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV), BGBl. I, 769, i.V.m. §§ 215, 217 VAG.

- Anlageformen, Mischungs- und Steuervorgaben,
- Qualitätsvorgaben, Kongruenz (Währung),
- Anlagevehikel, Inkrafttreten.

Mit den *Anlageformen* regelt die Stiftung, in welche liquiden (= Kapitalvermögen) oder nicht liquiden Anlageklassen (= Sachanlagen) grundsätzlich investiert werden darf. Weitere Anlagegrenzen finden sich in den nachfolgenden Regelungen zur Mischung und Streuung sowie in den Ratingvorgaben und der Kongruenz.³³

Eine Begrenzung des Einsatzes von sog. Risikoanlagen – als solche werden im Allgemeinen alle Anlagen mit Ausnahme von Anleihen bester Bonität und Liquidität bezeichnet – wird in den Vorgaben zur *Mischung* geregelt. So wird an dieser Stelle u. a. der maximale Aktienanteil angegeben. Die Vorgaben zur *Streuung* oder auch schuldenbezogene Beschränkungen genannt, sollen Konzentrationen verhindern, indem auf ein und denselben Aussteller (Emittent, Kontrahent) nur ein definierter Prozentsatz des Vermögens entfallen darf. Die Regelungen zur Mischung und Streuung dienen der Sicherstellung der angemessenen Diversifikation des Vermögens. Bei unternehmensverbundenen Stiftungen, deren Vermögen im Wesentlichen aus der Beteiligung an einem Unternehmen besteht, ist die vom Stifter verbindlich vorgegebene und deshalb von den Stiftungsbehörden nicht zu beanstandende Konzentration an dieser Stelle angemessen zu verarbeiten.³⁴

Die Vorgaben zur *Qualität* einer Anlage ergänzen die Regelungen zur Anlageform der Anleihen. Die Risiken, die mit einer Anleihe verbunden werden, und die mit ihr einhergehenden Ertragsaussichten sind im Wesentlichen abhängig von ihrer Bonitätseinstufung. Je schlechter die Bonitätsnote ist, desto höher ist tendenziell die Rendite des Papiers. Mit der Rendite steigt jedoch regelmäßig auch die Ausfallwahrscheinlichkeit des Wertpapiers, so dass eine Begrenzung von Anleihen schlechterer Bonität grundsätzlich sinnvoll erscheint.

Die Stiftung hat neben der angemessenen Mischung und Streuung der Vermögensanlagen auf die *Kongruenz* der Vermögensanlage zu achten. Eine Stiftung mit Sitz in Deutschland, die ihre Verpflichtungen aus dem Stiftungszweck überwiegend in Euro zu erfüllen hat, betreibt dann eine kongruente Vermögensanlage, wenn die Anlagen auf die Währung lauten, in welcher die Verpflichtungen zu erfüllen sind. In Anbetracht des hohen Sicherheitsbedürfnisses einer Stiftung erscheint es sinnvoll, eine inkongruente Fremdwährungsanlage in Abwägung der Chancen und Risiken nur begrenzt zuzulassen. Während insbesondere für Rentenanlagen die Schwankungsbreite einer Fremdwährung regelmäßig in einem ungünstigen Verhältnis zu ihrem Ertrags- und Rückzahlungsprofil steht, kann der Einsatz von Fremdwährungen bei Aktienanlagen im Rahmen einer regionalen Mischung unter Diversifikationsgesichtspunkten hingegen sinnvoll sein.

Zur Umsetzung der Anlagestrategie stehen der Stiftung als *Anlagevehikel* grundsätzlich Direkt- sowie Fondsanlagen zur Verfügung. Die Anlagegrenzen müssen ungeachtet der verwendeten Vehikel geeignet sein, ein Anlageportfolio im Sinne der Anlagestrategie aufzusetzen und dieses zu überwachen. Die Fallkonstellationen, die sich aus dem planmäßigen Einsatz strukturierter Produkte, wie Aktienfonds, ergeben können, sind entsprechend in die Anlagerichtlinien mit einzubeziehen.

Die Anlagerichtlinien können im Regelfall nicht sinnvoll sofort nach Verabschiedung umgesetzt werden. Es empfiehlt sich eine Regelung zum *Inkrafttreten*, die zwar sämtliche Neuanlagen der Anlagerichtlinie unterwirft, für Altanlagen je nach Komplexität der Anlagerichtlinie aber eine Übergangsfrist vorsieht.

Die pflichtgemäße Vermögensanlage umfasst auch die Überwachung der Umsetzung der Vermögensanlage im Rahmen des *Risikomanagements* der Stiftung. Es ist zu regeln, wie die Stiftung die Einhaltung der Anlagegrenzen und die Angemessenheit der Anlagerichtlinie im Lichte eines sich dynamisch verändernden Kapitalmarktumfelds überwachen möchte. Zu beschreiben sind insbesondere die Organisation des Anlagemanagements und die organisatorische Eingliederung der fachlich geeigneten Kontrollfunktion, die funktional vom operativen Anlagemanagement zu trennen ist.³⁵

V. Fehlerquellen bei der Aufstellung von Anlagerichtlinien

Bei der Analyse der Anlagerichtlinien von Stiftungen finden sich häufig Regelungen, die der ursprünglichen Intention, die dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks sicherzustellen, zuwiderlaufen. Auf einige Aspekte soll im Folgenden hingewiesen werden.

In der Beratungspraxis zeigt sich nicht selten, dass das Rendite-/Risikoprofil einer Stiftung zu restriktiv abgebildet wird und zu *eng definierte Anlagegrenzen* nicht nur die praktische Umsetzung erschweren, sondern die nachhaltige Generierung der Zielrendite der Stiftung unmöglich machen. Häufig hat dies mit dem Streben nach möglichst großer Sicherheit zu tun, welche der Stiftungsvorstand beispielsweise in einem niedrigen Aktienanteil oder besten Bonitäten bei Anleihen zu finden glaubt. Die hieraus resultierenden Widersprüche zwischen Anlagestrategie und Anlagegrenzen sind aufzulösen, da eine offensichtliche, andauernde Zielverfehlung als pflichtwidriges Handeln des Stiftungsvorstands ausgelegt werden könnte.

Das Stiftungsvermögen ist *ertragreich* anzulegen. Eine zu restriktive Vermögensanlage darf nicht dazu führen, dass ein bedeutender Teil des Vermögens ertraglos oder gar negativ rentierlich angelegt wird. Zwar dürfen einzelne Vermögensanlagen negativ rentieren, solange ihnen eine Funktion innerhalb des Portfolios, beispielsweise die Kompensation von Aktienkursrückschlägen, zugeschrieben werden kann. Es ist jedoch darauf zu achten, dass das Anlageportfolio insgesamt eine positive Ertragsersparung besitzt.

Die Aufstellung von Anlagegrenzen erfordert die Definition zulässiger *Anlageformen*. Eine zu starre Anlagerichtlinie behindert die praktische Umsetzung, wenn später geeignete Anlageformen eingesetzt werden sollen, welche die Anlagerichtlinie nicht vorsieht. Um dem vorzubeugen und an Flexibilität zu gewinnen, empfiehlt es sich, ggf. eine sog. Öffnungsklausel zu installieren, die vorab nicht definierte Anlageformen in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes vom Vermögen für investierbar erklärt (§ 2 Abs. 2 AnIV).

Die Verwaltung von Vermögen erfordert regelmäßig den Einsatz von *Investmentfonds*. Bei restriktiven Anlagerichtlinien gestaltet sich der Fondseinsatz häufig schwierig. Es gilt daher vorab den möglichen Fondseinsatz durchzuspielen und das in Frage kommende Fondsuniversum auf seine Bestandteile hin zu untersuchen. Mischfonds, hierzu zählen auch die sog. Stiftungsfonds, arbeiten nicht selten auch mit Fremdwährungen, Nachranganleihen oder Anleihen mit Non-Investmentgrade-Rating oder setzen Derivate zur Absicherung ein. Sollen

³³ Vgl. *Söffing/Blusz*, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl. 2016, Rn. 48.

³⁴ Vgl. *Hüttemann*, WM 2016, 628.

³⁵ Vgl. BaFin, Rundschreiben 10/2012 vom 14.12.2012, Mindestanforderungen an das Risikomanagement, abrufbar unter www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_1210_marisk_ba.html (Abruf: 17.10.2017).

derartige Fonds eingesetzt werden, müssen die Regelungen der Anlagerichtlinie in den relevanten Punkten geöffnet werden.

Der Einsatz von *Derivaten* wird in Anlagerichtlinien häufig ausgeschlossen. Zunächst einmal mag man diese Maßnahme begrüßen, denn der Stiftungsvorstand darf nur Finanzanlagen einsetzen, die er versteht und deren Entwicklung er nachvollziehen kann. Mit Derivaten jedoch können beispielsweise Aktien effektiv und kosteneffizient abgesichert werden. Mit Hilfe von Derivaten können daneben sog. Stillhaltergeschäfte vorgenommen werden, mit denen die Stiftung Zusatzerträge (Optionsprämien) generiert. Hat sich der Stiftungsvorstand mit dem Derivateinsatz vertraut gemacht, könnte eine Regelung analog § 124 Abs. 1 Nr. 5 VAG getroffen werden. Derivate werden demgemäß für zulässig erklärt, soweit diese der Verringerung von Risiken dienen oder zu einer effizienten Portfolioverwaltung beitragen. Risikoreichere Arbitragegeschäfte oder Leerverkäufe blieben ausgeschlossen.³⁶

Eine Anlagerichtlinie ist wirksam zu *überwachen*. Verstößt die Stiftung oder ein von ihr beauftragter Vermögensverwalter gegen die Anlagerichtlinien, erhöht der Stiftungsvorstand sein Haftungsrisiko.³⁷ Die Überwachungsaufgabe wird erschwert, wenn Anlagerichtlinien einen hohen Komplexitätsgrad aufweisen und beispielsweise Quoten für jede mögliche Ausprägung der zulässigen Anlageformen oder gar qualitative Regelungen vorsehen. Die Art und Weise der geplanten Umsetzung der Kontrollfunktion, unter Berücksichtigung der vorhandenen fachlichen, personellen und technischen Ressourcen oder der Einbindung Dritter, ist für die Definition der Anlagerichtlinie sowie ihre effektive Überwachung von großer Bedeutung.

VI. Ausblick

Anlagerichtlinien dienen der Konkretisierung der Anlagestrategie der Stiftung und dokumentieren die pflichtgemäße Information und Abwägung der Chancen und Risiken des Stiftungsvorstands im Zusammenhang mit der Vermögensanlage. In Anwendung der aktienrechtlichen sog. Business Judgement Rule kommt dem Nachweis der informierten Entscheidung erhebliche Bedeutung zu. Kann der Stiftungsvorstand nämlich vernünftigerweise annehmen, zum Wohle der Stiftung zu handeln und tut er dies angemessen informiert, ist sein Handeln grundsätzlich pflichtgemäß.

Im Rahmen der geplanten Reform des Stiftungsprivatrechts schlägt die Bund-Länder-Arbeitsgruppe „Stiftungsrecht“³⁸ die Übernahme der schon heute allgemein anerkannten Business Judgement Rule des § 93 Abs. 1 S. 1 und S. 2 AktG in das deutsche Stiftungsrecht vor.³⁹ Damit würden noch bestehende Unsicherheiten beseitigt, die dazu führen könnten, das pflichtgemäße Handeln des Stiftungsvorstands am Ergebnis messen zu wollen.⁴⁰ Mit einer gesetzlichen Normierung der ex-ante-Beurteilung der Angemessenheit der Vermögensanlage würde die Dokumentation der Auseinandersetzung des Stiftungsvorstands mit der Vermögensanlage nochmals an Bedeutung gewinnen.

VII. Zusammenfassung

1. Das Kapitalmarktumfeld stellt Stiftungsorgane bei der Vermögensanlage vor große Herausforderungen – nicht nur, weil sich zwei gegenläufige Ziele gegenüberstehen, das Vermögen ist sicher und zugleich wirtschaftlich anzulegen, sondern auch, weil das Stiftungsrecht nur wenige Leitlinien bereithält. Der Stiftungsvorstand ist lediglich angehalten, im Rahmen seines freien Ermessens wirt-

schaftlich und angemessen informiert zu handeln, damit die Stiftung ihren Stiftungszweck dauernd nachhaltig erfüllen kann. Ob der Stiftungsvorstand bei der Vermögensanlage pflichtgemäß handelt, ist in Anlehnung an die aktienrechtliche Business Judgement Rule ex ante zu beurteilen.

- Die wirtschaftliche Vermögensanlage setzt eine ökonomisch nicht völlig unvernünftige und gemessen an den vom Anleger festgelegten Zielvorgaben zweckmäßige Anlage voraus. So sind insbesondere die Grundsätze der Mischung und Streuung zu beachten. Aus der Sicht einer Stiftung ist ein diversifiziertes Portfolio, das nur die systematischen Marktrisiken trägt, wirtschaftlich, wenn es die Erfordernisse des Stiftungszwecks, ausgedrückt in dem Rendite-/Risikoprofil der Stiftung, angemessen berücksichtigt. Auch ein Portfolio, das überwiegend aus Aktien besteht, kann daher unter Würdigung aller Umstände des Einzelfalls wirtschaftlich sein.
- Die ex-ante Beurteilung der Anlageentscheidungen des Stiftungsvorstands macht die ordnungsmäßige Dokumentation der Anlagestrategie erforderlich. Dabei reicht es nicht aus, lediglich Anlagegrenzen zu definieren, vielmehr ist es erforderlich, den Anlageprozess darzustellen. Dieser beginnt mit der Vermögensaufnahme, der Feststellung des Mittelbedarfs und Ableitung der Zielrendite sowie der Definition der Risikotragfähigkeit. Aus dem Rendite-/Risikoprofil der Stiftung erwachsen die Leitplanken der Vermögensanlage in Form der Anlagerichtlinie. Diese stellt den Rahmen dar für die nachfolgende Umsetzung der Anlage über die konkrete Anlagepolitik, der Auftragsdefinition und ggf. Vergabe der Anlageaufträge an die Adresse eines Vermögensverwalters.
- Die Anlagerichtlinie ist Ausdruck der Strategie der Stiftung und besitzt daher grundsätzlich eine lange Halbwertszeit. Dies setzt allerdings die vorausschauende Aufstellung der Anlagerichtlinie voraus. Die Anlagerichtlinie muss die Anforderungen aus dem Rendite-/Risikoprofil der Stiftung berücksichtigen, ohne die Umsetzung der Vermögensanlage sowie die Überwachung der Einhaltung der Vorgaben unnötig zu erschweren. Die Anlagegrenzen sind mithin insbesondere nicht zu eng oder zu restriktiv zu setzen. Es bietet es sich an, Öffnungsklauseln vorzusehen, um die Investition in Anlagen zu ermöglichen, die zum Zeitpunkt der Aufstellung der Anlagerichtlinie nicht im Fokus standen und daher nicht explizit genannt sind. Daneben sollte der begrenzte Einsatz von Derivaten zur Verringerung von Risiken und zur effizienten Portfoliobewirtschaftung in Erwägung gezogen werden.

Dipl.-Betriebsw. (FH) Maik Paukstadt, StB/CFP, ist Partner der Kanzlei Peters, Schönberger & Partner, München. Seine Beratungsschwerpunkte liegen in der steuerlichen und betriebswirtschaftlichen Beratung im Zusammenhang mit der Strukturierung von Unternehmens- und Stiftungsvermögen sowie komplexen Privatvermögen.



³⁶ BaFin, Rundschreiben 08/2017 vom 14.7.2017, Derivative Finanzinstrumenten und strukturierte Produkte, abrufbar https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html (Abruf: 17.10.2017)

³⁷ Vgl. *Stürmer*, DStR 2015, 1628.

³⁸ Vgl. *Arnold*, npoR 2017, 187.

³⁹ Vgl. *Schwake*, in: Beuthien/Gummert/Schöpflin (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 5, 4. Aufl. 2016, Rn. 306.

⁴⁰ Vgl. OLG Oldenburg, 8.11.2013 – 6 U 50/13, npoR 2014, 134, BB 2014, 724 Ls m. BB-Komm. *Graewe*.