

## **Stiftungsauftrag und Förderungsmöglichkeiten in Zeiten niedriger Zinsen**

I. Auftakt .....	2
1. Europäische Zentralbank im Krisenmodus .....	2
2. Stresstest für die Stiftungen in Deutschland .....	3
3. Herausforderungen für die Stiftung Geld und Währung: Stiftungszweck und Aufgabenprofil 4	
4. Förderauftrag und Handlungsoptionen .....	5
II. Die Rechtsgrundlagen der Anlagepolitik .....	6
1. Die Satzung und die Anlagerichtlinien der Stiftung .....	6
2. Die Parameter der Anlagepolitik - Handlungsoptionen .....	7
a) Keine Zustiftung .....	7
b) Kein aktives Vermögensmanagement .....	7
c) Passives Vermögensmanagement der Bundesbank .....	8
III. Antworten der Stiftung Geld und Währung auf die Niedrigzinspolitik .....	9
1. Das inflationsadjustierte Anfangsvermögen .....	9
2. Geänderte Rolle der Aktienklasse in der Strategischen Anlageallokation .....	9
3. Freie Reserven .....	10
4. Buchgewinne durch die höhere Aktienquote .....	10
IV. Abwägung von Ertrag und Risiko .....	10
1. Kapitalerhaltungsgebot und Sicherung der Ertragskraft .....	10
2. Risiko des Nichthandelns .....	11
3. Die Erhöhung des Risikopotentials aufgrund der Erhöhung der Aktienquote .....	12
4. Erhöhung des Stiftungskapitals, freie Reserven, Buchgewinne und Langfristigkeit der Anlage als Sicherheitsparameter .....	13
V. Fazit .....	14

Ganz herzlich darf ich mich im Rahmen der Stiftung bei der Staatssekretärin Frau *Christine Lambrecht* dafür bedanken, die Stiftungskonferenz im Haus des Finanzministeriums abhalten zu dürfen. Es dürfte kaum einen geeigneteren Ort geben als hier in unserer Bundeshauptstadt im Hause des Bundesministeriums der Finanzen, die vielschichtige Materie der anhaltenden Niedrigzinsphase und die Herausforderungen für den Finanzmarkt zu diskutieren. Gleichzeitig möchte ich den Vorsitzenden des Vorstandes der Stiftung Geld und Währung entschuldigen, Herrn *Gerhard Ziebarth*, der wegen eines Trauerfalles im engsten Kreis der Familie nicht nach Berlin kommen konnte. Vorab möchte ich aber dem Vorstand der Stiftung sowie seitens des BMF Frau *Rita Schutt* und Herrn Dr. *Ralf Debelius* für die Organisation der Tagung ganz herzlich danken.

## **I. Auftakt**

### **1. Europäische Zentralbank im Krisenmodus**

Der heutige Vortrag behandelt bestimmte Aspekte der Folgen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. Die Eckdaten der monetären Krisenpolitik, die ein ganzes Bündel von z.T. neuen Maßnahmen jenseits der klassischen Zins- und Liquiditätspolitik enthalten, sind Ihnen hinreichend bekannt: Vor allem mit der Strategie der „quantitativen Lockerung“ hat die EZB ihre Bilanz massiv ausgeweitet. Im Rahmen des im Frühjahr 2015 gestarteten Asset Purchase Programme (kurz APP genannt) wurden vor allem durch ein beispielloses Ankaufprogramm europäische Staatsanleihen erworben. Damit war faktisch der Übergang von der Geldmarktsteuerung zur direkten Kapitalmarktsteuerung vollzogen. Das hatte zur Folge, dass die durchschnittlichen Renditen von deutschen Staatsanleihen, die im Sommer 2008 noch bei 4% lagen, beginnend im September 2011 auf zunächst unter 2% gedrückt wurden und seit 2017

bei einem Wert nahe Null liegen.<sup>1</sup> Durch die ultraexpansive Geldpolitik fielen nicht nur die Kapitalzinsen in ungeahntem Umfang; auf Einlagen von Banken im Eurosystem werden seit Juni 2014 sogar Negativzinsen bei der Einlagefazilität gefordert.

Folgt man der geldpolitischen Kommunikation der EZB in Gestalt der „forward guidance“ und den verschiedenen Verlautbarungen seitens der EZB, werden erste Schritte hin zu einer geldpolitischen Neuausrichtung diskutiert. Eine vorsichtige Politik der Trippelschritte und viel geldpolitische Flexibilität auf dem Weg dorthin werden uns wohl noch für eine längere Zeit begleiten. EZB-Präsident *Draghi* hat am 25. Oktober 2018 auf der Pressekonferenz seines Hauses erneut sein *Ceterum censeo* verkündigt: „Es sind noch erhebliche geldpolitische Impulse erforderlich, um den weiteren Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu stützen“<sup>2</sup>. Mittel- und langfristig wird man wohl weiterhin mit sehr niedrigen Zinsen rechnen müssen. Durch die EZB-Politik wird die Rendite für Ersparnisse künstlich niedrig gehalten und damit geldpolitisch verzerrt.<sup>3</sup> Letztlich sind aber nicht nur in Europa, sondern auch weltweit die Renditen an den Finanzmärkten stark gesunken.<sup>4</sup>

## 2. Stresstest für die Stiftungen in Deutschland

Viele Stiftungen haben ein Stiftungskapital, also einen Grundstock bei Errichtung der Stiftung, von 50.000 bis 100.000 Euro; die meisten von ihnen haben dieses Stiftungskapital seit ihrer Gründung nie erhöht. Legt man das Geld konservativ in

---

\* Alle zitierten Internetseiten waren am Tag der 2. Stiftungskonferenz am 15.11.2018 abrufbar. Ich danke Herrn *Gerhard Ziebarth*, Frau *Ulrike Johanning-De Abrew* und Herrn Professor Dr. *Marco Wilkens* für wertvolle Hinweise.

<sup>1</sup> *Wissenschaftlicher Beirates des BMF*, Herausforderungen der Niedrigzinsphase für die Finanzpolitik, 2/2017, S. 9.

<sup>2</sup> Einleitende Bemerkungen von *Mario Draghi*, Präsident der EZB, und *Luis de Guindos*, Vizepräsident der EZB, anlässlich der Pressekonferenz der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main, am 25.10.2018; abgedruckt in Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 46, 31.10.2018, S. 8. Der Sachverständigenrat warnt, dass die geldpolitische Wende der EZB zu spät kommen könnte und die Inflation stärker steigt als erwartet, s. *Sachverständigenrat*, Jahresgutachten 2018/19, 2018, Rn. 341 f., 363 ff. und unten IV.2.

<sup>3</sup> Hierzu *Braunberger*, FAZ v. 19.8.2017, S. 30.

<sup>4</sup> *Wissenschaftlicher Beirates des BMF*, Herausforderungen der Niedrigzinsphase für die Finanzpolitik, 2/2017, S. 9.

öffentliche Anleihen an oder direkt nur auf ein Sparkonto, ist die Konsequenz nur allzu offensichtlich. Mangels auskömmlicher Renditen lässt sich der Stiftungsauftrag kaum erfüllen. Ich selbst bin Mitglied in einem Verband, der über „Wertpapiere, Giro, Kasse“ von knapp 6 Mio. Euro verfügt und damit einen Ertrag von 9.000 Euro erwirtschaftet, das sind magere 0,15% auf das eingesetzte Kapital. Dass hier ein Kapitalerhalt nicht gelingt, bedarf keiner näheren Erläuterung.<sup>5</sup> Die Folgen der EZB-Politik für Stiftungen sind eindeutig: Der Anteil der Stiftungen, die mit ihrer erwirtschafteten Rendite aus der Vermögensanlage die durchschnittliche Jahresinflationsrate übertroffen haben, ist in den letzten Jahren deutlich gesunken. Es fällt Stiftungen immer schwerer, *ihr Kapital real zu erhalten*.<sup>6</sup>

### **3. Herausforderungen für die Stiftung Geld und Währung: Stiftungszweck und Aufgabenprofil<sup>7</sup>**

Lassen Sie mich kurz den Stiftungszweck erläutern. Die Stiftung unterstützt zur Verwirklichung des Stiftungszweckes „wirtschaftswissenschaftliche und juristische Forschung auf dem Gebiet des Geld- und Währungsrechts“.<sup>8</sup> Am 18. Januar 2002 traf sich der Stiftungsrat zu seiner konstituierenden Sitzung und 2007 konnte das Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS) mit Professoren der Wirtschafts- und Rechtswissenschaft als interdisziplinäre Einrichtung der Goethe-Universität in Frankfurt a.M. gegründet werden. Das Institut feierte 2017 sein zehnjähriges Bestehen. Die Arbeit des IMFS kann man in drei Perioden einteilen. In Phase 1 nahmen die Professoren Stefan Gerlach, Roman Inderst, Helmut Siekmann, aber auch Theodor Baums und Reinhard Schmidt ihre Arbeit auf, in Phase 2 wirkten die Professoren Volker

---

<sup>5</sup> Die Zahlen beziehen sich auf das Haushaltsjahr 2016; der Name des Verbandes soll hier bewusst nicht genannt werden.

<sup>6</sup> <https://www.stiftungen.org/stiftungen/blogs/kapital-und-niedrigzins/stiftungen-in-der-niedrigzins-phase.html>.

<sup>7</sup> Zum Folgenden s. hierzu bereits Möllers, Die Stiftung „Geld und Währung“ im Dienste der Forschungsförderung, Vortrag im Rahmen des ersten Symposiums bei der Deutschen Bundesbank, Frankfurt a.M., abrufbar, unter <https://www.stiftung-geld-und-waehrung.de/resource/blob/628780/06061a8f03076a5d3599fab1dac205e2/mL/2016-06-15-moellers-data.pdf>.

<sup>8</sup> Art. 11 Abs. 1 S. 2 ErrichtungsG, Gesetz zur Ausprägung einer 1-DM-Goldmünze und die Errichtung der Stiftung „Geld und Währung“ v. 27.12.2000 (1-DM-GoldmünzenG), BGBl. I, S. 2045.

Wieland, Vikrant Vig und Helmut Siekmann zusammen, und seit der Verlängerung der finanziellen Förderung des IMFS 2017 befinden wir uns in der dritten Phase, die von den Professoren *Volker Wieland, Helmut Siekmann, Michael Binder, Tobias Tröger* und erfreulicherweise nun durch die Verstärkung von *Roland Broemel, Alexander Meyer-Gohde* sowie die Professoren *Michael Haliassos* und *Heike Schweitzer* geprägt sein wird. Eine wirklich beeindruckende Ansammlung von man- und woman-power und vor allem fachlicher Exzellenz.

Einen weiteren Schwerpunkt der Stiftungsarbeit bildet die Förderung von Graduiertenkollegs, zurzeit ist das das interdisziplinäre Graduiertenkolleg „Geld und Währung“ an der Universität Mannheim mit seinem Leiter Professor *Klaus Adam*. Ein dritter Schwerpunkt bildet die Unterstützung von wissenschaftlichen Konferenzen und Tagungen sowie die Förderung von hervorragenden Promotionen. Zu allen drei Schwerpunkten der Stiftung werden wir im Laufe des Vormittags Näheres hören.

#### **4. Förderauftrag und Handlungsoptionen**

Die Stiftung konnte in den letzten 15 Jahren eine Vielzahl von Projekten im Gesamtumfang von mehr als 18 Mio. Euro fördern. *Wie kann die Stiftung nun auf das makrofinanzielle Umfeld reagieren, wenn sie den Stiftungsauftrag weiter im bestmöglichen Maße wahrnehmen möchte?* Wie kann man sicherstellen, dass auch künftig hervorragende Projekte zum Thema Geld und Währung mit jährlich mehr als 1 Mio. Euro gefördert werden können? Im Bundesverband Deutscher Stiftungen mahnte der Leiter des Arbeitskreises Stiftungsmanagement und des Forums Stiftungsvermögen *Dieter Lehmann* an, dass Stiftungen ihre Risikodefinition überdenken und ihre Anlagerichtlinien entsprechend anpassen sollten. Diejenigen, die noch keine haben, sollten sie beschließen.<sup>9</sup> Dass hier vielleicht das Modell der Stiftung

---

<sup>9</sup> <https://www.stiftungen.org/stiftungen/blogs/kapital-und-niedrigzins/stiftungen-in-der-niedrigzinsphase.html>.

Geld und Währung mutatis mutandis Pate stehen kann, ist das Thema des heutigen Vortrages.

## **II. Die Rechtsgrundlagen der Anlagepolitik**

### **1. Die Satzung und die Anlagerichtlinien der Stiftung**

Die Stiftung begann am 1.1.2002 ihre Arbeit mit einem Stiftungskapital von 100 Mio. DM und damit umgerechnet einem Anfangsvermögen von 51,13 Mio. Euro. In der Satzung der Stiftung vom 1.1.2002 findet sich zum Stiftungsvermögen folgende Formulierung: „Das Stiftungsvermögen sowie nicht verbrauchte Erträge aus der Vermögensanlage legt die Deutsche Bundesbank sicher und ertragreich an. Hierüber ist dem Stiftungsrat Rechenschaft zu legen. Zur Werterhaltung oder Erfüllung des Stiftungszwecks können Teile der jährlichen Erträge einer freien Rücklage oder dem Stiftungsvermögen zugeführt werden.“<sup>10</sup>

Die Anlagerichtlinien konkretisieren die Anlagepolitik: § 1 lautet: „Ziel des Vermögensmanagements ist es, möglichst hohe Erträge zur Finanzierung der Stiftungsausgaben zu erwirtschaften und zugleich die reale Substanz des Stiftungsvermögens grundsätzlich zu erhalten. Bei der Erfüllung dieser Anforderungen ist die Einhaltung eines angemessenen Verhältnisses von Ertrag und Risiko zu gewährleisten und grundsätzlich eine passive Anlagestrategie zu verfolgen.

Das Ertrags-/Risikoprofil wird im Rahmen eines Benchmark-Konzepts bestimmt.“<sup>11</sup> § 2 der alten Anlagerichtlinien sah zudem vor, dass in den ersten 10 Jahren eine Ausschüttung von 1 Mio. Euro zu ermöglichen ist.<sup>12</sup> Damit sind die Zielparameter der Anlagepolitik der Stiftung genannt: Sie will nicht nur hohe Erträge

---

<sup>10</sup> § 3 der Satzung v. 1.1.2002 in der Fassung v. 28.6. 2006, abrufbar unter <https://www.stiftung-geld-und-waehrung.de/resource/blob/628858/da9136fc483580a580f4f1f9482adfff/mL/stiftung-geld-satzung-data.pdf>.

<sup>11</sup> Anlagerichtlinien für die Verwaltung des Vermögens der Stiftung „Geld und Währung“ durch die Deutsche Bundesbank (Stand: Juni 2017), abrufbar unter <https://www.stiftung-geld-und-waehrung.de/resource/blob/628886/55df9786e5bc1d477fa7e9147925ccbc/mL/anlagerichtlinien-fuer-die-verwaltung-des-vermoegens-data.pdf>.

<sup>12</sup> Anlagerichtlinien für die Verwaltung des Vermögens der Stiftung „Geld und Währung“ durch die Deutsche Bundesbank (Stand: 1. Juli 2004).

erzielen, sondern gleichermaßen die Substanz des Stiftungsvermögens erhalten sowie ein angemessenes Verhältnis von Risiko und Ertrag sicherstellen – ist dies nicht eine Quadratur des Kreises – die vielzitierte eierlegende Wollmilchsau? Welche Handlungsmöglichkeiten sind für die Stiftung denkbar?

## **2. Die Parameter der Anlagepolitik – Handlungsoptionen**

### *a) Keine Zustiftung*

Eine theoretisch denkbare Alternative wäre die Zustiftung, d.h. die Erhöhung des Stiftungskapitals, etwa durch Spenden. Dies lässt die Satzung ausdrücklich zu.<sup>13</sup> Denkbar wäre es, dass die Stiftung an die Politik oder Dritte herantritt, um für weitere finanzielle Mittel oder Spenden zu werben. Drittmittel führen nicht selten zu einer Abhängigkeit gegenüber dem Spender. Die Stiftung ist diesen Weg bisher aus gutem Grunde aber nicht gegangen, könnte dies doch unabhängige Entscheidung gefährden. Zudem sind Drittmittel eine knappe Ressource, und die Stiftung wollte nicht mit den Institutionen und Einrichtungen, die sie ihrerseits fördert, in Wettbewerb treten.

### *b) Kein aktives Vermögensmanagement*

Eine weitere Alternative wäre eine aktive Vermögensverwaltung, um eine möglichst hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital zu erzielen. Dieses Modell kennt man von reichen Universitäten wie Harvard, Yale oder Stanford.<sup>14</sup> Auch diese Alternative verbot sich, weil dies die Satzung ausschließt. Dies würde zudem die Verwaltungskosten erhöhen. Abgesehen davon erwirtschaftet die aktive Vermögensverwaltung auch nur selten höhere Renditen als die passive Vermögensverwaltung.<sup>15</sup> Auch bin ich mir nicht sicher, wie weit der Hinweis auf die gute Performance der großen Stiftungen von Universitäten in den USA wirklich trägt. US-amerikanische Stiftungen haben in der

---

<sup>13</sup> § 3 der Satzung v. 1.1.2002 in der Fassung v. 28.6. 2006, abrufbar unter <https://www.stiftung-geld-und-waehrung.de/resource/blob/628858/da9136fc483580a580f4f1f9482adfff/mL/stiftung-geld-satzung-data.pdf>.

<sup>14</sup> Zu den Stiftungen der US-amerikanischen Universitäten s. *Klus*, FAZ v. 28.12.2017, S. 25.

<sup>15</sup> Vgl. hierzu auch *Sushko/Turner*, The implications of passive investing for securities markets; in: BIS Quart.Rev., März 2018, S. 113, 116 f.

Regel keine Wechselkursrisiken zu tragen oder abzudecken. Und der zum Teil imponierenden Ausschüttungsquote der dortigen Stiftungen kommt der breite inländische Kapitalmarkt sicherlich zugute, ein Phänomen, das man bei uns als „home bias“ oft beklagt. Und schließlich besteht in Deutschland eine deutlich von den USA abweichende Risikotoleranz und eine deutlich niedrigere Quote des privaten Fundraising.

### *c) Passives Vermögensmanagement der Bundesbank*

Verbleibt als dritte Option die passive Anlagestrategie nach dem Benchmark-Konzept. Für die Stiftung Geld und Währung sind wir deshalb gerade in diesen schwierigen Zeiten sehr dankbar, dass die Deutsche Bundesbank entsprechend den gesetzgeberischen Vorgaben<sup>16</sup> nicht nur das Fremdmandat für diese Stiftung übernommen hat, sondern dieses auch mit sehr hoher Fachkompetenz und viel Engagement des Portfoliomanagements und des Risikocontrollings tagein tagaus mit Rat und Tat lebt.

„Der Handlungsrahmen für die Anlage der Stiftungsmittel leitet sich aus § 2 der Anlagerichtlinien ab. Danach hat die Bundesbank bei ihrem Anlagemanagement eine Benchmark nachzubilden („passives Management“). Die vom Stiftungsrat festzulegende Benchmark setzte sich bei der Erstanlage im Januar 2002 zu 70 % aus dem iBoxx-€-Collateralized-Rentenindex und zu 30 % aus dem Dow-Jones-Euro-Stoxx-50-Index zusammen. Verschiebungen in der prozentualen Gewichtung der Indizes aufgrund von unterschiedlichen Marktpreientwicklungen führen zu einer Veränderung der Benchmark. Wegen erheblicher Kursverluste am Aktienmarkt im Laufe des Jahres 2002 fiel der Aktienanteil der Benchmark bis zum Beginn der Berichtsperiode (Jahresultimo 2002) auf nur noch 20,8 %, entsprechend stieg der Rentenanteil auf 79,2 %. Umschichtungen zwischen Aktien- und Rententeilportfolio

---

<sup>16</sup> § 12 Abs. 1 ErrichtungG, Gesetz zur Ausprägung einer 1-DM-Goldmünze und die Errichtung der Stiftung „Geld und Währung“ v. 27.12.2000, BGBl. I, S. 2045.

(etwa eine regelmäßige Wiederherstellung der ursprünglichen 30:70Relation) sind laut Anlagerichtlinien nicht vorgesehen und wurden bislang auch nicht vorgenommen.“<sup>17</sup>

### **III. Antworten der Stiftung Geld und Währung auf die Niedrigzinspolitik**

Mit drei Maßnahmen hat die Stiftung Geld und Währung nun auf die Ultra-Niedrigzinspolitik reagiert.

#### **1. Das inflationsadjustierte Anfangsvermögen**

Nicht wenige Stiftungen arbeiten über Jahre und Jahrzehnte hinweg mit einem bei der Gründung festgelegten Stiftungskapital, das nicht weiter erhöht wurde. Als ich in die Stiftung gewählt wurde, lernte ich als Jurist einen neuen Begriff kennen, der mir damals unbekannt war: das „inflationsadjustierte Anfangsvermögen.“ Dahinter verbirgt sich einerseits die Erkenntnis, dass das Ausgangsvermögen nur ein „Anfangsvermögen“ ist, das ggfs. weiterzuentwickeln ist; andererseits ist mit dem Begriff „inflationsadjustiert“ auch gleich das Ziel vorgegeben, nämlich das Kapital „real“, d.h. unter Berücksichtigung der allgemeinen Geldentwertung zu erhalten. Das sah in weiser Voraussicht bereits § 3 der Satzung der Stiftung vor.

Und in der Tat wurde das Anfangsvermögen Schritt für Schritt auf inzwischen (Stichtag: Ende 2017) rund 64,33 Mio. Euro erhöht. Es liegt damit mehr als 25% höher als das Anfangskapital von 51,13 Mio. Euro. Mit einem um 25% höheren Anfangsvermögen lassen sich aber unschwer höhere Erträge erzielen als ohne eine entsprechende Anpassung.

#### **2. Geänderte Rolle der Aktienklasse in der strategischen Anlageallokation**

Als die Stiftung im Jahre 2002 ihre Arbeit aufnahm, betrug nach einem Jahr die Aufteilung des Gesamtportfolios im Verhältnis von Renten zu Aktien 80 zu 20. In den letzten Jahren hat die Stiftung den Anteil der Aktienklasse im Portfolio erhöht, letztmalig

---

<sup>17</sup> Deutsche Bundesbank, Bericht über die Verwaltung des Vermögens der Stiftung „Geld und Währung“ für das Jahr 2003, S. 4.

im Jahre 2017.<sup>18</sup> Sie liegt derzeit (Stichtag Ende September 2018) bei rund 36%. Gestern haben wir intensiv darüber diskutiert, ob wir eine weitere Aufstockung um 10 Prozentpunkte vornehmen. Auch hier ist die Konsequenz offensichtlich: der Anteil des Depots mit einer höheren Rendite würde weiter erhöht. Außerdem kommen noch zwei weitere Parameter hinzu.

### **3. Freie Reserven**

Obwohl die Stiftung in den letzten 15 Jahren Projekte für insgesamt rund 18,55 Mio. Euro fördern konnte, verfügt sie noch über freie Rücklagen und damit freie Reserven in Höhe von rund 3,05 Mio. Euro. Auch hier sah in weiser Voraussicht bereits § 3 der Satzung der Stiftung diese Option vor.

### **4. Buchgewinne durch die höhere Aktienquote**

Schließlich verfügt die Stiftung über einen windfall-profit durch die positive Entwicklung der Aktienkurse und damit über einen weiteren Puffer: Der Marktwert des Stiftungsvermögens liegt bei 78,42 Mio. EUR (Stichtag: 31.12.2017), also nochmals deutlich höher als das inflationsadjustierte Anfangsvermögen in Höhe von 64 Mio. EUR.

## **IV. Abwägung von Ertrag und Risiko**

Kommen wir nun zu den weiteren Parametern, die auf die Abwägung von Ertrag und Risiko abstellen.

### **1. Kapitalerhaltungsgebot und Sicherung des Ertragskraft**

Die *Kapitalerhaltung* ist der Stiftung bislang wohl unschwer gelungen. Das Stiftungskapital betrug ursprünglich 51 Mio. Euro, es liegt zurzeit bei rd. 78 Mio. Euro

---

<sup>18</sup> Der Stiftungsrat hatte in seiner Sitzung am 17.11.2016 einstimmig eine Erhöhung der Aktienquote von rd. 25% um 10 Prozentpunkte auf 35% beschlossen. Dazu kommt noch die Schwankungsvariable von etwa 10%.

Das ist außerordentlich erfreulich. Die Stiftung Geld und Währung fährt insoweit auf Sicherheit, als sie das Stiftungskapital von 50 auf 64 Mio. Euro erhöhet hat. Statistisch gesehen liegt die Rendite bei Aktien bei 7%<sup>19</sup> gegenüber der Rendite von Geldmarktanlagen von 1% und Anleihen in Hohede von 2,5%<sup>20</sup>. Der zweite Hebel wurde dadurch erreicht, dass die Aktienquote nahezu verdoppelt wurde. Mit der Erhöhung der Aktienquote ging auch eine Erhöhung der Erträge durch Dividenden einher. Obwohl in den geänderten Anlagerichtlinien die Ausschüttungsquote von 1 Mio. Euro nicht mehr aufgenommen wurde, sind die Einnahmen auch in 2018 durchaus ansehnlich: Es ergeben sich laufende (ordentliche) Erträge aus dem Stiftungsvermögen in Hohede von schätzungsweise 1,5 Mio. Euro. Damit sind sowohl die Kapitalerhaltung als auch die Sicherung des Ertrages für operative Aufgaben erfüllt. *Nur: Die entscheidende Frage ist nun, ob sich das Risikopotential nicht zu nachteilhaft verändert hat?*

## **2. Risiko des Nichthandelns**

Welches Risiko, so ist zunächst zu fragen, bestünde beim Nichthandeln? Der deutsche Kleinanleger glaubt immer noch, sein Geld sei auf der Bank sicher angelegt. Abgesehen davon, dass auch Banken insolvent werden können, übersieht er die Inflation, die nach den Vorgaben und dem Willen der EZB im Schnitt bei knapp unter 2% p.a. für den Euroraum liegen soll. Damit führt jede Kapitalanlage, welche diese Inflationsrate unterschreitet, zu einer Vernichtung des Realwertes des eingesetzten Kapitals. Hinzu kommen weitere Risiken: Auch ist strittig, ob der *harmonisierte Verbraucherpreisindex*<sup>21</sup> tatsächlich die Inflationsrate richtig abbildet, oder aber man nicht breiter ansetzen müsste, um die Inflation aller Vermögenswerte und damit auch

---

<sup>19</sup> Schularick, et.al., The Rate of Return on Everything, p. 3.; hierzu Braunberger, FAZ v. 19.8.2017, S. 30.

<sup>20</sup> Stolte, in: Berndt/Kreutter/Stolte, Zukunftsorientiertes Stiftungsmanagement, 2018, S. 54; hierzu Braunberger, FAZ v. 19.8.2017, S. 30.

<sup>21</sup> Der Verbraucherpreisindex liegt noch unter 2%, hierzu Wissenschaftlicher Beirates des BMF, Herausforderungen der Niedrigzinsphase für die Finanzpolitik, 2/2017, S. 15.

Immobilien und Aktien zu berücksichtigen.<sup>22</sup> Dieser *Vermögenspreisindex* liegt 2018 immerhin bei 6,8%.<sup>23</sup> Hinzu kommt über die Jahre eine Hebelwirkung und der Zinseszinsseffekt, so dass über 10 oder 20 Jahre hinweg die Differenz zwischen renditeschwachen und renditestarken Anlageformen immer weiter auseinander driftet.

Was bedeutet das konkret für die Stiftung? Die Einnahmen der Stiftung wären 25% niedriger, wenn das Anfangskapital nicht erhöht worden wäre (positiver Volumeneffekt). Ein positiver Rendite-Spread-Effekt ergibt sich auf Grund der Differenz zwischen der Dividenden-Rendite auf Aktien und den Kuponsätzen der Anleihen. Ohne eine entsprechende Anpassung wäre es nicht möglich, die Aufgaben der Stiftung in der jetzigen Form und im gewohnten Umfang fortzuführen. Bei der Stiftung laufen 2021 festverzinsliche Kupons zu einem Zinssatz von 4% aus, die der Stiftung Erträge in Höhe von 400.000 Euro haben zufließen lassen. Würde die Stiftung die Aktienquote um 10 Prozentpunkte erhöhen, könnte damit rein rechnerisch betrachtet ein stärkeres Gegengewicht zum Rentenportfolio aufgebaut werden. Nimmt man dagegen Staatsanleihen auf, wäre ein weiterer Ertragseinbruch programmiert. Über all dies wird in der nächsten Sitzung weiter zu beraten sein.

### **3. Die Erhöhung des Risikopotentials aufgrund der Erhöhung der Aktienquote**

Mit der Portfolioanpassung hat sich natürlich auch das Risikoprofil verschoben. Bekanntermaßen sind Aktien bei den Deutschen nicht beliebt; die Aktienquote ist gering, der deutsche Anleger ist risikoavers und behält das Geld eher auf dem Sparsbuch oder dem Girokonto, weil er Angst vor dem Totalverlust hat.<sup>24</sup> *Müsste man dann nicht für Stiftungen das Geld erst recht sicher anlegen, so dass sich die Anlage*

---

<sup>22</sup> Zu dieser Kritik s. *Feldstein*, The Shortcomings of Quantitative Easing in Europe, 2016, abrufbar unter <https://www.project-syndicate.org/commentary/quantitative-easing-limited-effects-in-europe-by-martin-feldstein-2016-01>.

<sup>23</sup> <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/vermoegenspreisindex/deutschland/>. Zu den Vermögenspreisen, insbesondere der Überhitzung des Immobilienmarktes, s. *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Februar 2018, S. 51; *Sachverständigenrat*, Jahresgutachten 2018/19, 2018, Rn. 365, 666 ff.

<sup>24</sup> *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Oktober 2015, S. 32; *Wissenschaftlicher Beirat des BMF*, Herausforderungen der Niedrigzinsphase für die Finanzpolitik, 2/2017, S. 22.

*in Aktien verbietet?* Dafür gibt es den Begriff der „mündelsicheren“ Anlage, der etwa den Betreuer verpflichtet, für den Minderjährigen mündelsicher anzulegen, so dass ein Wertpapier selbst vor Verlusten (z.B. Kursschwankungsrisiken) geschützt ist.<sup>25</sup>

Lässt sich dieses Kursschwankungsrisiko relativieren? Das Insolvenzrisiko eines Unternehmens lässt sich dadurch begrenzen, indem man, wie beim DAX oder dem MSCI, Anteile an 30 oder 1.000 Unternehmen erwirbt und damit versucht, einen Diversifikationseffekt zu realisieren. Das Verlustrisiko der Stiftung relativiert sich bei Aktien auch insofern, da dieses im Verhältnis zum Gesamtportfolio zu setzen ist. Ein Kursverlust von 50% schlägt bei einem Anteil von 20% am Gesamtportfolio auch nur in Höhe von 10% durch, wobei noch zwischen einem reinen (temporären) Volatilitätseffekt und einem dauerhaften Verlustrisiko zu unterscheiden ist.

#### **4. Erhöhung des Stiftungskapitals, freie Reserven, Buchgewinne und Langfristigkeit der Anlage als Sicherheitsparameter**

Nicht unwahrscheinlich ist das Risiko, wegen der allgemeinen Volatilität der Aktienmärkte an einem bestimmten Stichtag „x“ einen Buchverlust zu erleiden<sup>26</sup>. Dieser kann im Extremfall durchaus 50% des eingesetzten Kapitals bedeuten. Allerdings hat die Stiftung Geld und Währung *vier Sicherheitsparameter*, die es erträglich und vertretbar erscheinen lassen, das potenzielle Risiko eines Buchverlusts einzugehen. So ergibt bereits das inflationsadjustierte Anfangsvermögen einen Puffer zum ursprünglichen Stiftungskapital von 25%. Weitere freie Reserven existieren in Höhe von rd. 3 Mio. Euro. Gegenüber dem Kleinanleger und dem minderjährigen Mündel hat die Stiftung einen weiteren entscheidenden Vorteil. Sie ist bei den Wertpapieren vorrangig an den Erträgen interessiert, weil sie diese an die Stiftungsnehmer weiterreichen möchte. Empirisch gesehen ist ein Aktieninvestment ab einen

---

<sup>25</sup> Vgl. § 1807 BGB.

<sup>26</sup> Zwischen 1958 und 2013 gab es nur drei fünfjährige Perioden mit negativen Renditen bei Aktieninvestments, s. *Beck/Kaserer/Rapp*, Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem, Studie für BMWF, 2015, S.75-76; *Wissenschaftlicher Beirates des BMF*, Herausforderungen der Niedrigzinsphase für die Finanzpolitik, BMF 2/2017, S. 23.

Anlagehorizont von 15 Jahren, wie auch eine jüngere Studie zeigt, immer positiv.<sup>27</sup> Weil die Stiftung die Wertpapiere nicht veräußern muss, kann sie somit einen zeitweiligen Buchverlust „aussitzen“. Summa summarum überwiegen damit nach meiner Einschätzung die Chancen die Risiken, zumal die Wahrscheinlichkeit eher gering ist in einer wachsenden Realwirtschaft, dass die Bilanz dauerhaft unter das Anfangsvermögen der Stiftung fällt. Bei einem portfoliopolitischen Nichthandeln „frisst“ hingegen die Inflation bei mageren Nominalzinsen den Substanzgehalt des Kapitals.

## V. Fazit

Erlauben Sie mir ein Fazit: Die Niedrigzinsen der letzten Jahre haben dazu geführt, dass die Rendite von Staats- und Unternehmensanleihen immer weiter gesunken ist. Der Stiftungsrat hat prophylaktisch und reaktiv mit der schrittweisen, kontinuierlichen Erhöhung des Stiftungskapitals, der Bildung einer freien Reserve und der Aufstockung der Aktienquote effektive Antworten auf ein derartiges „Schlechtwetter-Szenario“ gefunden. Wägt man nun Chancen und Risiken ab, erscheinen die Risiken generell, aber auch durch die genannten Sicherheitsparameter, tragbar und angemessen im Sinne der Realisierung des Stiftungszwecks.

Ich hoffe, ich habe aufzeigen können, dass man auch durch entsprechende Vorkehrungen in Zeiten der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank Erträge erwirtschaften, das Stiftungskapital erhalten und sogar erhöhen kann, und man selbst bei Anleihen mit weniger als 1% Rendite zumindest für eine längere Phase noch operativ einsetzbare Erträge erwirtschaften kann. Als Treuhänder der Stiftung Geld und Währung hoffen wir, eine angemessene Antwort auf die heutigen Herausforderungen des Finanzmarktes in Zeiten sehr niedriger Realzinsen und verstärkter Unsicherheit gefunden zu haben.

Die Stiftung ist damit wohl deutlich ertragsstärker als die weit überwiegende Zahl der anderen deutschen Stiftungen. In all den Jahren ist die Stiftung nie unter das

---

<sup>27</sup> Beck/Kaserer/Rapp, Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem, Studie für BMW, 2015, S. 76; Wissenschaftlicher Beirat des BMF, Herausforderungen der Niedrigzinsphase für die Finanzpolitik, 2/2017, S. 24.

Stiftungskapital von 50 Mio. Euro gefallen, und wir setzen uns mit unserer Anlagestrategie in enger Abstimmung mit dem Portfoliomanagement der Bundesbank dafür ein, dass dies auch so bleibt. Möglicherweise könnte das Modell der Stiftung Geld und Währung ja in gewisser Hinsicht Anregungen für andere Stiftungen und Verbände geben.