

Niedrigzins, Mythen der Mündelsicherheit und Mut zur Veränderung: Wie Stiftungen erfolgreich wirtschaften können

Von Petra Träg, Gerd Hübner und Tobias Bauer



**SOS-KINDERDORF
STIFTUNG**

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Abstract	4
2. Einleitung	5
3. Vier Mythen rund um die Geldanlage von Stiftungen	7
3.1 Das Geld muss ‚mündelsicher‘ angelegt werden	7
3.2 Es gibt eine 70/30-Regelung für die Anlageklassen der Stiftungen	8
3.3 Aktien sind reine Spekulation	10
3.4 Die Stiftungsaufsicht hat nur die Kontrolle der Stiftungen im Fokus	13
4. Anlagerichtlinien, Stifterwille und Umsetzung im Markt	13
4.1 Der Stifterwille als Dreh- und Angelpunkt	14
4.2 Die Anlagerichtlinien – darauf gilt es zu achten	14
4.3 Der Zeithorizont: Planen für die Ewigkeit	15
4.4 Das entscheidende Element der Geldanlage: Diversifikation	17
4.5 Warum Stiftungen Handlungsspielraum brauchen	19
4.6 Professionelle Strukturen als Grundvoraussetzung	21
5. Die vielfältigen Möglichkeiten der Geldanlage	21
5.1 Festverzinsliche Wertpapiere	22
5.2 Aktien	23
5.3 Immobilien	25
5.4 Alternative Investments	27
5.5 Alles in einem: Stiftungsfonds	28
5.6 Nachhaltige Investments	29
6. Haftungsregelungen für Stifter und Vorstände	30
7. Case Study: Wie eine Stiftung mit Handlungsstau wieder Erträge erwirtschaften konnte	31
8. Fazit	33
Quellenverzeichnis	34

1. Abstract

Wie alle Anleger müssen sich Stiftungen seit der Finanz- und Staatsschuldenkrise mit einem Umfeld extrem niedriger, zum Teil negativer Zinsen arrangieren. Für viele Stiftungen, die es jahrelang gewohnt waren, vor allem in sichere und zugleich renditeträchtige Bundesanleihen zu investieren, ist das eine enorme Herausforderung. Denn eine Stiftung, die ihren Stiftungszweck erfüllen will, muss nun neue Wege gehen, um auch unter diesen Rahmenbedingungen Erträge zu erwirtschaften. Die gute Nachricht ist: Das ist alles andere als unmöglich. Allerdings müssen sich Stiftungsvorstände dafür mit dem Thema Kapitalanlage, mit ihren Anlagerichtlinien sowie mit Haftungsfragen auseinandersetzen. Diese Publikation soll dazu Anregungen geben und Stiftungen die Möglichkeit bieten, an den Erfahrungen der SOS-Kinderdorf-Stiftung und ihrer Treuhandstiftungen im Niedrigzinsumfeld zu partizipieren.

2. Einleitung

Insgesamt gibt es in Deutschland 22.743 rechtsfähige Stiftungen,¹ von denen 95 Prozent gemeinnützige Zwecke verfolgen und die zusammen über ein Kapital von rund 100 Milliarden Euro² verfügen. Hinter zwei Drittel der Stiftungen stehen Privatpersonen, die sich dauerhaft von ihrem Vermögen trennen, um sich damit langfristig für einen gemeinnützigen Zweck zu engagieren. Die gesetzlichen Regelungen für die rechtsfähigen Stiftungen sind im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB)³ festgelegt, wobei diese durch Stiftungsvorschriften der Länder ergänzt werden.⁴ Derzeit arbeitet die Bund-Länder-Arbeitsgruppe „Stiftungsrecht“ an einem Gesetz zur Vereinheitlichung des Stiftungsrechts.⁵

Damit eine Stiftung ihren Zweck dauerhaft erfüllen kann, braucht diese ein Vermögen. Dieses so genannte Grundstockvermögen ist (außer bei Verbrauchsstiftungen) ungeschmälert zu erhalten und der Stiftungszweck ist mit den Nutzungen des Grundstockvermögens zu erfüllen.⁶ Doch genau das ist seit geraumer Zeit nicht mehr so einfach.

Ein Blick über den Atlantik zeigt, dass ein klassisches Portfolio, das aus 70 Prozent Anleihen und 30 Prozent Aktien bestand, einem US-amerikanischen Investor zwischen 1926 und 2016 im Durchschnitt 7,2 Prozent einbrachte⁷. Diese Wertentwicklung ist zu erheblichen Teilen auf den Beitrag sicherer festverzinslicher Wertpapiere zurückzuführen. Aufgrund der Währungsreformen in Deutschland 1923 und 1948 sieht die langfristige Entwicklung in Deutschland anders aus, aber auch hierzulande brachten Mitte der 1990er Jahre die als sicher geltenden zehnjährigen Bundesanleihen noch rund sechs Prozent Rendite, im Jahr 2011 rentierten sie noch bei mehr als drei Prozent⁸ und in 2019 ist die Rendite negativ. Zudem brachten die rückläufigen Anleiherenditen in dieser Zeit zusätzliche Kursgewinne – zumindest für die Investoren, die Anleihen vor Fälligkeit verkauften. Als Faustregel gilt: Fällt die Rendite um einen Prozentpunkt, steigt der Kurs einer zehnjährigen Bundesanleihe um etwa neun Prozent.⁹

Doch das Umfeld änderte sich nach der Finanzkrise im Jahr 2008 und im Euroraum insbesondere nach 2011. Die Europäische Zentralbank (EZB) senkte nicht nur den Leitzins bis auf null,¹⁰ sondern begann ab 2015 im Rahmen des Quantitative Easing (QE) damit, Staatsanleihen aus dem Euroraum zu erwerben.¹¹ Damit drückte die EZB die Renditen von Bundesanleihen teilweise in den nega-

¹ Vgl. Bundesverband Deutscher Stiftungen (2019).

² Vgl. Bundesverband Deutscher Stiftungen (2010), S. 2-4.

³ Vgl. Bürgerliches Gesetzbuch (2019), Artikel 80 ff.

⁴ Vgl. Wigand K. et al. (2009), S. 32.

⁵ Vgl. Bund-Länder-Arbeitsgruppe (2018).

⁶ Vgl. Bund-Länder-Arbeitsgruppe (2018).

⁷ Vgl. Dogen, S. (o.J.).

⁸ Vgl. Statista (2019).

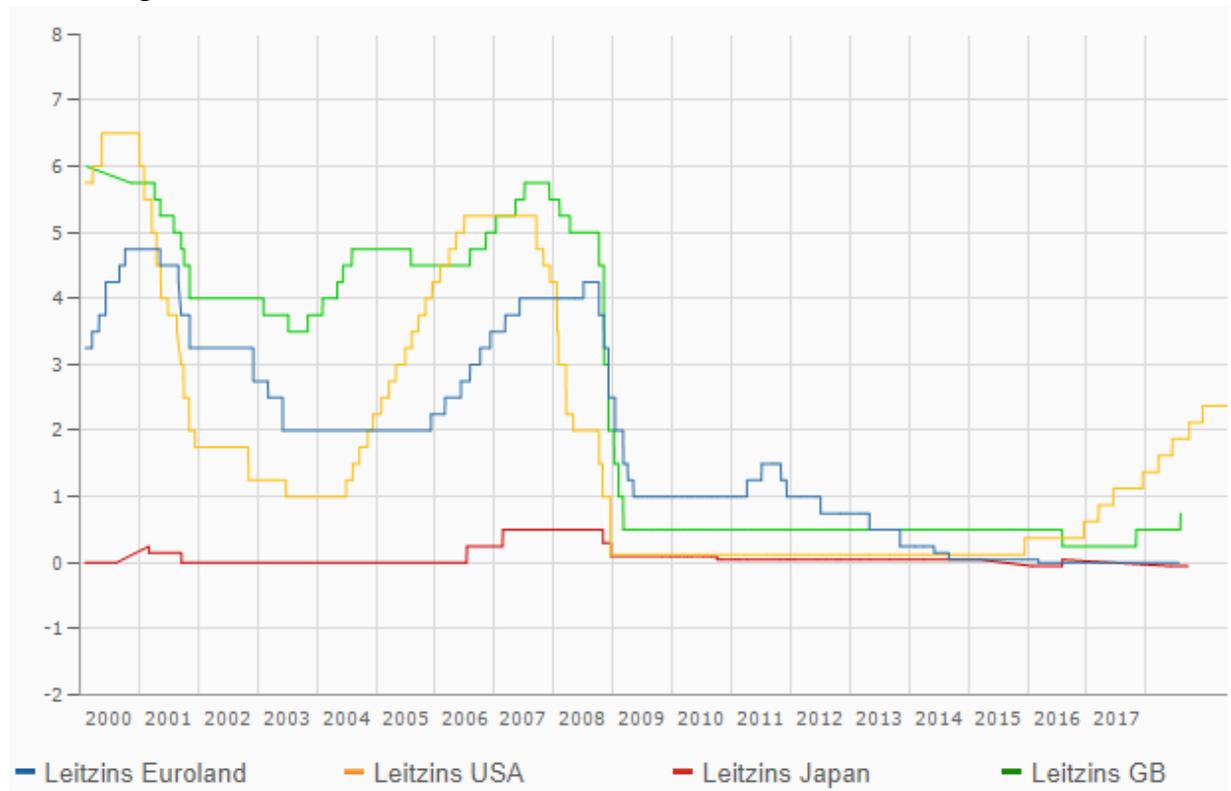
⁹ Vgl. Stiftung Warentest (2019).

¹⁰ Vgl. Europäische Zentralbank (o.J. a).

¹¹ Vgl. Europäische Zentralbank (o.J. b).

tiven Bereich. Ziel war es, die lahrende Konjunktur ins Laufen zu bringen und eine deflationäre Entwicklung zu verhindern.

Abbildung 1: Historische Leitzinssätze¹²



Für Stiftungen, die es gewohnt waren, mehr oder weniger risikofrei anzulegen, stellt dies ein neues Anlageparadigma dar. Anstatt dem in den vergangenen Jahrzehnten risikofreien Zinssatz der Bundesanleihe erhält der Anleger heute bei Bundesanleihen Null- oder Negativzinsen. Und bei steigenden Zinsen drohen nach der oben genannten Faustformel während der Laufzeit erhebliche Kursverluste.

Das neue Zinsumfeld kommt aber vor allem dann zum Tragen, wenn ältere Bundesanleihen auslaufen und es um die Neuanlage geht. Denn angesichts einer erwarteten Inflationsrate von 2 Prozent für das laufende Jahr,¹³ das die EZB über ihre Inflationssteuerung auch unbedingt erreichen will,¹⁴ und einer Rendite in Höhe von minus 0,2 Prozent bei zehnjährigen Bundesanleihen,¹⁵ lag die Realverzinsung dieser Papiere Mitte 2019 fast bei minus zwei Prozent. Das heißt, das angelegte Kapital verliert unter diesen Bedingungen laufend an Kaufkraft (siehe auch Abbildung 4).

Alle Investoren und folglich auch jede Stiftung, die ihr Kapital in diesem Umfeld real erhalten und Erträge erwirtschaften wollen, können sich auf Bundesanlei-

¹² Entnommen: Finanzen.net (2019).

¹³ Vgl. Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (2019).

¹⁴ Vgl. Europäische Zentralbank (2011), S. 69.

¹⁵ Stand: 05.06.2019

hen allein nicht mehr verlassen. Doch es gibt Lösungsmöglichkeiten. Voraussetzung dafür ist aber ein Überdenken der bisherigen Anlagestrategie, die Öffnung für andere Anlageklassen und die Erstellung oder entsprechende Anpassung der Anlagerichtlinien. Denn Stiftungen haben aus regulatorischer Sicht bei der Kapitalanlage einen sehr viel größeren Freiraum, als vielen Verantwortlichen bekannt ist.

3. Vier Mythen rund um die Geldanlage von Stiftungen

Wenn es um die Kapitalanlage von Stiftungen geht, bleiben die Landesstiftungsgesetze vage, doch es findet sich eine Reihe unterschiedlicher Formulierungen. Zum Beispiel heißt es, dass das Vermögen einer Stiftung „sicher und wirtschaftlich“¹⁶ zu verwalten, dass es „sicher und ertragbringend“¹⁷ anzulegen oder „ungeschmälert“¹⁸ zu erhalten ist. Während diese Formulierungen letztlich noch nicht einmal einen Hinweis darauf geben, ob es um den realen oder den nominalen Kapitalerhalt geht, kursieren doch bestimmte Vorstellungen darüber, wie Stiftungen ihr Kapital anlegen müssen. Im Folgenden geben wir einen Überblick über verschiedene Mythen zur Geldanlage von Stiftungen und beleuchten die Rolle der Stiftungsaufsicht.

3.1 Das Geld muss ‚mündelsicher‘ angelegt werden

Dieser Mythos hält sich hartnäckig, dabei wurde das Gebot der mündelsicheren Anlage für Stiftungen in allen Bundesländern abgeschafft, zuletzt in Bayern Ende 1995.¹⁹ Der Mythos führt jedoch dazu, dass heute noch Stiftungen ihr Kapital nur sehr sicher anlegen. Sicher bedeutet in der Kapitalanlage in der Regel, dass der Wert des angelegten Kapitals keinen oder nur sehr geringen Schwankungen unterliegt. Damit verbleiben für die Geldanlage nur Bankeinlagen, Pfandbriefe und Bundesanleihen sowie vergleichbare festverzinsliche Wertpapiere von Schuldern sehr guter Bonität, obwohl auch der Wert von Bundesanleihen in der Vergangenheit zeitweise sehr volatil war. Immobilien sind vom Gesetzgeber nicht mehr als mündelsichere Anlage eingestuft.²⁰ Sie gelten zwar als wertstabil, weil es hier keinen täglichen Marktpreis gibt, können aber ebenfalls erheblichen Wertschwankungen unterliegen.

Wenn eine Stiftung heute ihr Geld mündelsicher anlegen möchte, bedeutet dies vor allem einen realen Wertverlust, was allerdings Formulierungen aus den Landesstiftungsgesetzen zur Kapitalanlage (wirtschaftlich, ertragbringend, ungeschmälert erhalten) widerspricht. Der Mythos der Pflicht zur mündelsicheren Anlage des Stiftungsvermögens ist deshalb grundsätzlich nicht aufrecht zu erhalten, da es im aktuellen Umfeld das dauerhafte Fortbestehen einer Stiftung

¹⁶ Vgl. Bayerische Staatskanzlei, Bayerisches Stiftungsgesetz (2008), Artikel 6 Abs. 1.

¹⁷ Vgl. Freie und Hansestadt Hamburg, Hamburgisches Stiftungsgesetz (2005), Artikel 4 Abs. 2.

¹⁸ Vgl. Bayerische Staatskanzlei, Bayerisches Stiftungsgesetz (2008), Artikel 6 Abs. 2.

¹⁹ Vgl. Köszegi, M. (2009), S. 23.

²⁰ Vgl. Bürgerliches Gesetzbuch (2019), Artikel 1807.

gefährdet. Zudem gibt es in allen 16 Bundesländern keinen gesetzlichen Wortlaut, der Stiftungen tatsächlich eine mündelsichere Geldanlage vorschreibt, wie die nachstehende Abbildung belegt:

*Abbildung 2: Formulierungen im Landesstiftungsrecht*²¹

In den Landesstiftungsgesetzen finden sich allgemein gehaltene Formulierungen wie

„Das Vermögen der Stiftung ist sicher und wirtschaftlich zu verwalten“,

„...ist sparsam und wirtschaftlich zu verwalten“

„Das Stiftungsvermögen ist (...) sicher und ertragbringend anzulegen“

„Das Stiftungsvermögen ist ungeschmälert zu erhalten“,

„Das Stiftungsvermögen ist in seinem Bestand zu erhalten“,

„Das Stiftungsvermögen ist in seinem Bestand ungeschmälert zu erhalten“

„Das Stiftungsvermögen ist wertmäßig in seinem Bestand und seiner Ertragskraft zu erhalten“.

Dabei weist das Bayerische Innenministerium als übergeordnete Behörde der Stiftungsaufsicht in Bayern explizit darauf hin, dass der Vorstand bei der Anlage des Stiftungsvermögens einen weiten Gestaltungsspielraum hat (soweit nicht die Stiftungssatzung oder auf deren Grundlage erlassene Anlagerichtlinien Einschränkungen enthalten) und nur wenige Anlageformen ausgeschlossen sind, vor allem solche, die keinen Ertrag bringen.²² Hat der Stifter in der Satzung oder seinen Anlagerichtlinien die Mündelsicherheit²³ der Stiftungsanlagen vorgeschrieben, sollte eine Anpassung mit der Stiftungsaufsicht besprochen werden, denn Satzungszweckerfüllung geht vor Kapitalerhalt – und mit Null- oder Negativzins ist keine Zweckerfüllung möglich.

3.2 Es gibt eine 70/30-Regelung für die Anlageklassen der Stiftungen

Unter 70/30 versteht man eine Investition zu 70 Prozent in Anleihen und zu 30 Prozent in Aktien. Diese Aufteilung hat sich in einer Zeit entwickelt, in der Anleihen eine durchschnittliche, langjährige Rendite von vier bis sechs Prozent brachten.²⁴ Bei diesen Rahmenbedingungen machte eine solche Portfolioaufteilung zwischen 1955 und 1998 durchaus Sinn, da hier hohe und sichere Erträge zu erwarten waren. Die Modellrechnungen ergaben, dass dieses Verhältnis ein optimales Resultat aus Renditeerwartung und Schwankungsbreiten ergab.²⁵

Abgesehen davon war diese Aufteilung jedoch zu keiner Zeit für Stiftungen zwingend vorgegeben, etwa in einem Landesstiftungsgesetz oder ähnlich bindenden Gesetzen. Die folgende Grafik verdeutlicht, dass spätestens ab 2009 die Dividendenrendite der Aktien im DAX höher lag als mit Bundesanleihen zu

²¹ Vgl. Stolte, S. (2017), S. 12.

²² Vgl. Bayerisches Staatsministerium des Innern, für Bau und Verkehr (2017), S. 14.

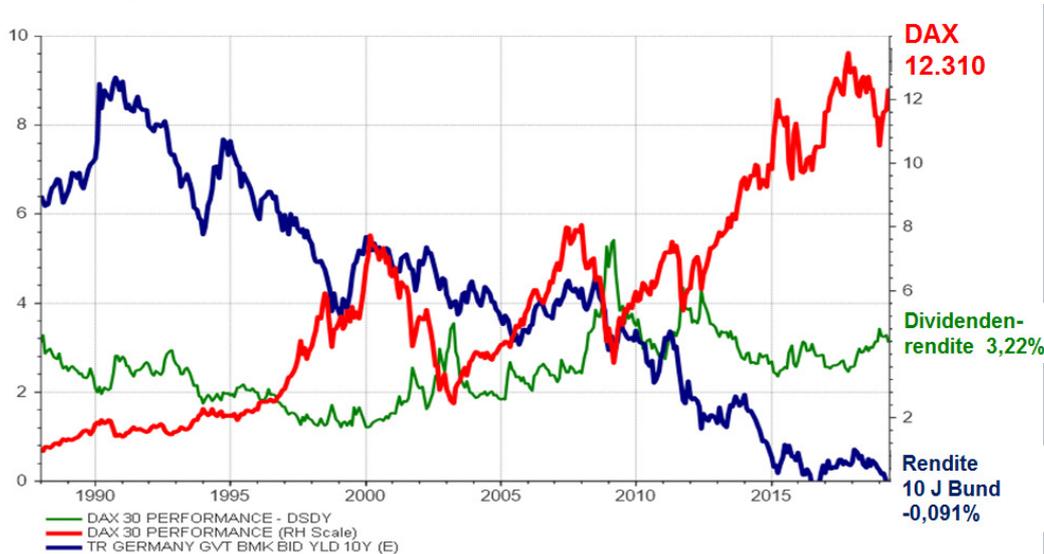
²³ Dazu zählen nach Bürgerlichem Gesetzbuch (2019), Artikel 1807: Anleihen des Bundes und der Länder, Anleihen inländischer kommunaler Körperschaften sofern von Bundesregierung und Bundesrat für mündelsicher erklärt, Pfandbriefe, Guthaben bei inländischen Sparkassen und Banken mit ausreichender Sicherungseinrichtung sowie sichere Hypotheken- Grundschuld- oder Rentenforderungen an einem inländischen Grundstück.

²⁴ Vgl. Statista (2008).

²⁵ Vgl. Fritz, T. et al. (2017).

erwirtschaften war. Da es mittlerweile aber keine Zinsen mehr für Bundesanleihen und generell bei Anleihen mit guter Bonität und überschaubarer Laufzeit gibt, ist das 70/30- Verhältnis nicht mehr ertragsoptimal:

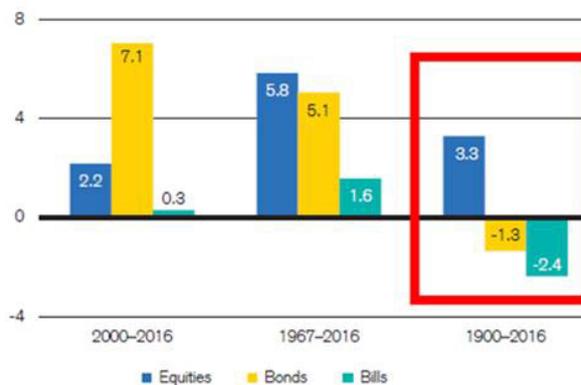
Abbildung 3: Performance Dax vs. Rendite Bundesanleihen²⁶



Auch die langfristigen Anlageergebnisse sprechen nicht dafür, dass eine 70/30-Aufteilung die beste Kombination ist, insbesondere nach Inflation. So brachten Deutsche Aktien im Zeitraum von 1900 bis 2016 eine auf Jahresbasis ermittelte reale Kapitalrendite von 3,3%, während mit 10-jährigen Bundesanleihen eine negative Realrendite von minus 1,3% erzielt wurde. Das schlechteste Ergebnis lieferten 3-Monats-Schatzanweisungen (vergleichbar mit einem 3-Monats-Festgeld) mit minus 2,4%, wobei bei den beiden Anleihekategorien die Jahre der Hyperinflation (1922 und 1923) nicht berücksichtigt wurden.

Abbildung 4: Annualisierte reale Erträge verschiedener Anlageklassen²⁷

Annualized real returns on asset classes for Germany 1900-2016 (%)



²⁶ Thomson Reuters Datastream, abgerufen 17.5.2019.

²⁷ Entnommen: Dimson, E. et al. (2017), S. 32.

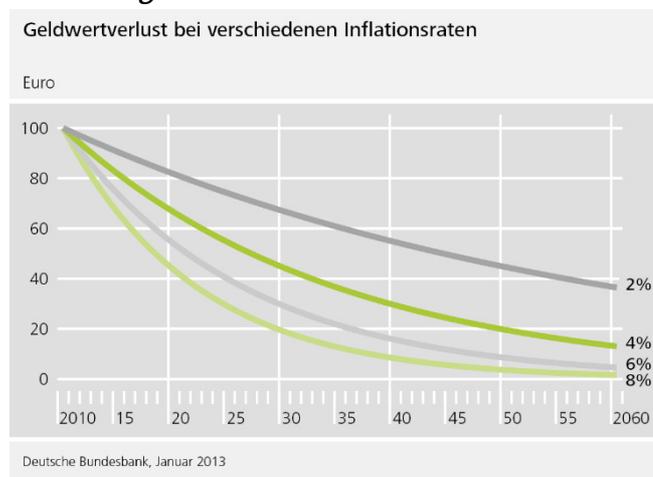
3.3 Aktien sind reine Spekulation

Ein Mythos, der längst nicht allein Stiftungen, sondern die Mehrheit der Anleger hierzulande betrifft, ist die Mär von der hochspekulativen Aktie, die lediglich ein Zockerpapier und eher mit dem Gang zur Spielbank vergleichbar ist. Hier wird kurzfristige Spekulation zur Ausnutzung von Kursgewinnen mit der langfristigen Anlage in Sachwerte verwechselt.

Aktien sind aber konservative Anlagen und nicht zwingend spekulativ, wie ein BGH-Urteil von 1994 zeigt.²⁸ Denn hinter Aktien stecken reale Wirtschaftsunternehmen, also die Beteiligung am Produktivkapital einer Volkswirtschaft. Zwar spiegeln sich im Aktienkurs auch kurzzeitige Stimmungen wider, die zum Beispiel politisch beeinflusst sein können. Jedoch reflektiert die Bewertung an der Börse den Wert einer Firma langfristig.²⁹ Das heißt, hinter dem Kurs einer Aktie steckt letztlich nichts anderes als die reale Umsatz- und Ertragsentwicklung eines Unternehmens. Das bedeutet auch, dass der Wert der Unternehmen insgesamt steigt, solange es Wirtschaftswachstum gibt. Dies ist der Grund, warum Aktienindizes langfristig nach oben tendieren, auch wenn es zwischenzeitliche Rückschläge gibt.

Deshalb sind Aktien gerade in der jetzigen Zeit eine sehr wichtige (aber unterrepräsentierte) Anlageklasse für Stiftungen, die ihren Satzungszweck erfüllen und ihr Kapital erhalten wollen – und müssen. Denn hinter dem stiftungsrechtlichen Gebot des Kapitalerhalts steckt letztendlich der Gedanke, dass die Leistungsfähigkeit der Stiftungen erhalten werden muss. Das heißt, wer beispielsweise zu Beginn der Stiftungstätigkeit mit zehn Stipendien den Lebensunterhalt von Studenten gefördert hat, soll nach Jahrzehnten immer noch zehn Stipendien mit der gleichen Kaufkraft vergeben können. Dazu ist ein Inflationsausgleich nötig. Die nachstehende Übersicht zeigt, wie die Kaufkraft bei unterschiedlichen Inflationsraten über Jahrzehnte abnimmt.

Abbildung 5: Wertverlust in unterschiedlichen Inflationsszenarien³⁰



²⁸ Vgl. Paukstadt, M. (2017), S. 2667.

²⁹ Vgl. JP Morgan Chase & Co. (2019), S. 49.

³⁰ Entnommen: Deutsche Bundesbank (2013).

Bei einer von der EZB angestrebten Inflationsrate von knapp unter zwei Prozent³¹ erleidet das Stiftungsvermögen bereits nach zehn Jahren einen Kaufkraftverlust von 18,2 Prozent. Das gleiche gilt für die Ausschüttungen zur Satzungszweckerfüllung: Die Kaufkraft nimmt ab und somit die Förderwirksamkeit. Dies zeigt wie wichtig es ist, gegenzusteuern und dem Kaufkraftverlust einen Wertgewinn entgegenzusetzen.

Warum sind nun gerade Aktien bei der langfristigen Anlage von Stiftungskapital notwendig? Aktien sind (wie Immobilien) Sachwertanlagen und bieten langfristig den besten Schutz vor Inflation, weil sie nicht beliebig vermehrbar sind, wie es etwa bei Geld oder Forderungspapieren (zum Beispiel Anleihen) möglich ist. Das lässt sich gut an einschlägigen Aktienindizes wie dem Dax zeigen. Der hat im Laufe der Zeit tatsächlich per Saldo stets zugelegt.

*Abbildung 6: Langfristige Wertentwicklung des Deutschen Aktienindex Dax*³²



Aus diesem Grund ist für Investoren mit einem langfristigen Horizont auch nicht entscheidend, wann sie in Aktien investieren, sondern nur, dass sie es überhaupt tun. Zwar gibt es am Aktienmarkt stets Gewinner und Verlierer, wer aber ein paar Anlagegrundsätze einhält (siehe Kapitel 4), für den ist ein Aktieninvestment keine Spekulation, sondern eine der ertragreichsten Langfristanlagen – unabhängig von den zwischenzeitlichen konjunkturellen Entwicklungen oder möglichen Kursausschlägen.

Exemplarisch zeigt der folgende Vergleich, welche Kaufkraft 100 Euro Bargeld nach knapp 30 Jahren noch inne hat gegenüber 100 Euro, die in BASF-Aktien angelegt waren - und somit die unterschiedliche Inflationsresistenz:

Hätte man am 1.1.1990 für 100 Euro BASF Aktien gekauft, sind diese ohne Berücksichtigung der Inflation am 18.4.2019 insgesamt 970,68 Euro wert. Inflati-

³¹ Vgl. Europäische Zentralbank (2011), S. 69.

³² Entnommen: boerse.de Finanzportal AG (o.J. a).

onsbereinigt entspräche das einer Kaufkraft von 571,43 Euro (ohne Dividenden-erträge).³³

Dass der Kurs der BASF Aktie während dieser Zeit schwankte und seit seinem Höchststand bei 97 auf rund 74 Euro gefallen ist, stellt für eine langfristig investierende Stiftung kein Problem dar. Schwankungen können ausgehalten werden, da sich die Kurse wieder erholen. Und für die Satzungszweckerfüllung zahlen die meisten Aktiengesellschaften kontinuierlich eine Dividende, BASF ununterbrochen seit 1952.³⁴

Abbildung 7: Wertentwicklung BASF-Aktie³⁵



Dagegen ist von 100 Euro in Cash heute nur noch eine Kaufkraft von 58,87 Euro³⁶ übrig, was auch auf alle Forderungspapiere und somit auf die für mündel-sicher erklärten Anleihen zutrifft.

Ein Blick über den Atlantik zeigt außerdem den Unterschied zwischen einer Anlagestrategie unter dem Gesichtspunkt des nominalen Vermögenserhalts und dem realen Kapitalerhalt. Bei amerikanischen Stiftungen ziehen die straffen gesetzlichen Vorgaben zur Ausschüttung eine offensive Anlagepolitik nach sich.³⁷ Deshalb ist das Stiftungsvermögen vieler amerikanischer Foundations durch die Entwicklung auf den Aktienmärkten in den vergangenen Jahren erheblich angestiegen. Dagegen gibt es in Deutschland aufgrund der niedrigen Aktienquoten Probleme beim realen Kapitalerhalt,³⁸ da die Vermögenserhaltung überbetont wird, woraus in der Konsequenz ein Gebot der weitgehenden Ver-

³³ Vgl. BASF (2019a) und eigene Berechnungen.

³⁴ Vgl. BASF (2019b).

³⁵ Entnommen: Comdirect (2019).

³⁶ Vgl. Sackmann, C. (2018).

³⁷ Vgl. Braunberger, G. (2010).

³⁸ Vgl. Bischoff, A. et al. (2017), S. 12.

meidung finanzieller Risiken abgeleitet wird.³⁹ Zu Unrecht, wie wir aufzeigen konnten.

3.4 Die Stiftungsaufsicht hat nur die Kontrolle der Stiftungen im Sinn

Viele Stiftungen nehmen die Stiftungsaufsicht bei Fragen der Kapitalanlage als Angstgegner wahr. Die Folge ist, dass es viele Stiftungen vermeiden, sich mit ihren Fragen an die Stiftungsaufsicht zu wenden. Dabei kann eine frühzeitige Kommunikation mit der Aufsicht Vorteile bringen und bei manchen Entscheidungen hilfreich sein. Denn die Stiftungsaufsicht hat eine ganz andere Aufgabe, wie zum Beispiel dem Bayerischen Stiftungsgesetz zu entnehmen ist: „Die Stiftungsaufsichtsbehörden sollen die Stiftungen bei der Erfüllung ihrer Aufgaben verständnisvoll beraten, fördern und schützen sowie die Entschlusskraft und die Selbstverantwortung der Stiftungsorgane stärken.“⁴⁰

Diese Formulierung legt nahe, dass sich die Aufsichtsbehörden als Ansprech- und Sparringspartner bei vielen Fragestellungen verstehen. Die Kommunikation mit der Stiftungsaufsicht kann etwa bei der Einführung von Anlagerichtlinien oder deren Änderungen hilfreich sein. Will eine Stiftung beispielsweise die Obergrenze für die Aktienquote in den Anlagerichtlinien anheben, macht es Sinn damit aktiv auf die Stiftungsaufsicht zugehen, diesen Schritt vor dem aktuellen Kapitalmarktumfeld zu besprechen und entsprechend zu begründen. So ist die Aufsicht darüber informiert. Eine ähnliche Vorgehensweise könnte eine Stiftung verfolgen, wenn sie eine neue Anlageklasse in ihre Anlagerichtlinien aufnehmen und vorher mit der Stiftungsaufsicht abstimmen möchte, inwieweit diese mit dem derzeit gültigen Stiftungsrecht vereinbar ist.

In manchen Bundesländern gibt es eine Anzeigepflicht der Stiftungen, wenn große Teile des Stiftungsvermögens umgeschichtet werden sollen, zum Beispiel in Nordrhein-Westfalen bei der Veräußerung von Grundstücken, die mehr als 30 Prozent des Stiftungsvermögens umfassen.⁴¹ Sollen Vermögensgegenstände zugestiftet werden, die mit einer Belastung verknüpft sind, zum Beispiel eine Immobilie, die noch mit einem Darlehn oder einem Nießbrauch belastet ist, dann muss vorher die Genehmigung der Stiftungsaufsicht eingeholt werden. Denn zu den Aufgaben der Stiftungsaufsicht gehört es, zu überprüfen, ob eine Stiftung das Stiftungskapital auch wirklich erhält und ihren Stiftungszweck erfüllt. Es ist oberstes Ziel der Stiftungsaufsicht, für den dauerhaften Erhalt einer Stiftung zu sorgen.

4. Anlagerichtlinien, Stifterwille und Umsetzung im Markt

Insbesondere wenn der Vermögensgrundstock einer Stiftung mit Bargeld dotiert wird, stellt sich die Frage nach der Anlage und Verwaltung dieses Kapitals. Schließlich muss eine Stiftung nicht nur dieses Kapital erhalten, sondern aus

³⁹ Vgl. Naumann, M. (2004), S. 97.

⁴⁰ Vgl. Bayerische Staatskanzlei, Bayerisches Stiftungsgesetz (2008), Artikel 11.

⁴¹ Vgl. Nordrhein-Westfalen (2019), Artikel 7, Abs. 2.

der erwirtschafteten Rendite auch die Kosten decken, die zur Erfüllung des Stiftungszwecks anfallen. Und genau das ist im aktuellen Umfeld mit sicheren Zinsanlagen allein nicht mehr möglich. Damit eine Stiftung langfristig und dauerhaft ihren Stiftungszweck erfüllen kann, sollten zunächst Anlagerichtlinien erstellt oder, sofern vorhanden, gegebenenfalls angepasst werden.

4.1 Der Stifterwille als Dreh- und Angelpunkt

Die entscheidende Vorgabe für jede Stiftung ergibt sich aus dem Stifterwillen, so wie er in der Satzung niedergelegt ist.⁴² Sofern dort Vorgaben zur Anlage des Vermögens gemacht oder auch bestimmte Anlageklassen ganz ausgeschlossen wurden, dürfen die Anlagerichtlinien diesen Vorgaben nicht widersprechen. Allerdings ergibt sich aus der Satzung zumeist nicht, wie die Vermögensanlage konkret umgesetzt werden soll,⁴³ weshalb die meisten Stiftungen hierzulande einen relativ hohen Freiheitsgrad bei der Ausgestaltung ihrer Anlagerichtlinien haben.

4.2 Die Anlagerichtlinien – darauf gilt es zu achten

Laut einer Umfrage des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen aus dem Jahr 2013 verfügten rund 46 Prozent der befragten Stiftungen nicht über Anlagerichtlinien. Bei kleineren Stiftungen mit einem Kapital von bis zu einer Million Euro waren es sogar 54,4 Prozent.⁴⁴ Dabei sind Anlagerichtlinien für eine langfristig ausgerichtete Geldanlage, für Fragen der Haftung und damit für das dauerhafte Bestehen einer Stiftung von entscheidender Bedeutung. Doch auch Stiftungen, die über Anlagerichtlinien verfügen, sollten prüfen, ob diese noch zum aktuellen Umfeld passen. Ist dort beispielsweise festgelegt, dass nur mündelsichere Papiere erlaubt sind, dann ist damit eine ertragbringende oder wirtschaftliche Bewirtschaftung des Stiftungsvermögens im aktuellen Umfeld nicht mehr möglich.

Die Anlagerichtlinien regeln die wesentlichen Grundsätze der Bewirtschaftung des Vermögens einer Stiftung und bilden somit eine Art Leitfaden, der von den verantwortlichen Gremien beschlossen und regelmäßig überarbeitet wird.⁴⁵ Die Anlagerichtlinien müssen den jeweiligen gültigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen entsprechen – wenn sich im makroökonomischen Umfeld entscheidende Veränderungen ergeben, sollten sie angepasst werden (mehr dazu in Kapitel 4.5).

Der zweite Punkt, den es neben dem Stifterwillen bei den Anlagerichtlinien zu beachten gilt, sind die gesetzlichen Vorgaben. Allerdings sind diese – wie in Kapitel 3.1 dargelegt – vage. Im Niedrigzinsumfeld ist es nicht möglich, das Stiftungsvermögen gleichzeitig sicher und wirtschaftlich anzulegen. Allerdings hat die Erfüllung des Stiftungszwecks auf lange Sicht oberste Priorität. Das

⁴² Vgl. Bürgerliches Gesetzbuch (2019), Artikel 83.

⁴³ Vgl. Bundesverband Deutscher Stiftungen (2013), S. 3.

⁴⁴ Vgl. Bundesverband Deutscher Stiftungen (2013), S. 2.

⁴⁵ Vgl. Bundesverband Deutscher Stiftungen (2013), S. 3.

Bayerische Staatsministerium schreibt beispielsweise, dass es oberstes Ziel der Verwaltung des Vermögens einer Stiftung ist, die nachhaltige und dauerhafte Verwirklichung des Stiftungszwecks sicherzustellen.⁴⁶ Mit anderen Worten: Es spricht nichts dagegen, dass die Anlagerichtlinien alle Anlageklassen beinhalten, mit denen es realistisch ist, einen ausreichenden Ertrag zu erwirtschaften und der das Fortbestehen der Stiftung und die dauerhafte Erfüllung des Stiftungszwecks ermöglicht.

Eine einseitige Pflicht zur Risikovermeidung kann dem geltenden Recht nicht entnommen werden, so dass sich Sicherheit und Wirtschaftlichkeit der Vermögensanlage gleichwertig gegenüberstehen. Unter Beachtung des Stifterwillens genießt der Stiftungsvorstand somit einen weiten Ermessensspielraum.⁴⁷ Dieser Spielraum endet erst dort, wo die Spekulation beginnt. Diese ist nach Ansicht von Experten 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. Die Beurteilung, ob die Anlage spekulativ ist, ist nicht anhand des einzelnen Anlagegegenstands vorzunehmen, sondern auf Basis des gesamten Portfolios der Stiftung.“⁴⁸ Bezogen auf die Anlagerichtlinien bedeutet das, dass dort neben als sicher geltenden Anleihen auch andere Anlageklassen berücksichtigt werden können, also zum Beispiel Sachwertanlagen wie Aktien oder Immobilien. Pro Anlageklasse sollten Quoten festgelegt werden, etwa mit einem Maximal- und gegebenenfalls einem Minimalanteil, die diese Anlageklassen umfassen.

Laut dem Bundesverband Deutscher Stiftungen können in den Anlagerichtlinien auch die angestrebte Rendite, die Art der Erträge, die maximalen Kosten der Kapitalanlage oder der maximal tolerierbare Verlust in einem definierten Zeitraum schriftlich fixiert werden.⁴⁹ Diese Parameter werden jedoch zum Teil bereits durch die Asset Allocation festgelegt, und können im Widerspruch zum angestrebten langfristigen Anlagehorizont einer Stiftung stehen. Hilfreich dürfte es deshalb sein, die Anlagerichtlinien schlank und einfach zu halten, da dies verhindern kann, dass sich der Stiftungsvorstand bei der Kapitalanlage mit vielen, zum Teil widersprüchlichen Vorgaben auseinander setzen muss.

4.3 Der Zeithorizont: Planen für die Ewigkeit

Soweit es um die Kapitalanlage selbst geht, ist zunächst das magische Dreieck der Geldanlage, bestehend aus Rentabilität, Sicherheit und Liquidität, von entscheidender Bedeutung.⁵⁰ Diese drei Aspekte sind, und das gilt heute vielleicht mehr denn je, nicht miteinander vereinbar. Oder anders formuliert: „Keine Anlageform kann gleichzeitig alle Kriterien erfüllen.“⁵¹ Das heißt: Wer eine höhere

⁴⁶ Vgl. Bayerisches Staatsministerium des Innern, für Bau und Verkehr (2017), S. 14.

⁴⁷ Vgl. Paukstadt, M. (2017), S. 2666.

⁴⁸ Vgl. Paukstadt, M. (2017), S. 2666.

⁴⁹ Vgl. Bundesverband Deutscher Stiftungen (2013), S. 9.

⁵⁰ Vgl. Sparkassen-Finanzportal GmbH (o.J.).

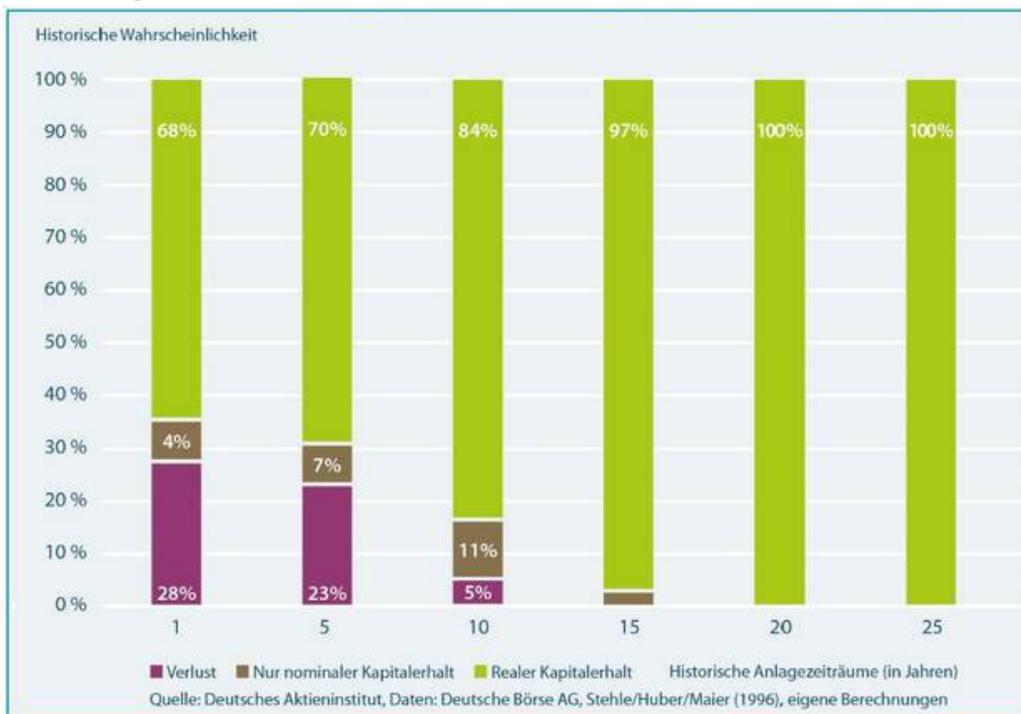
⁵¹ Vgl. Sparkassen-Finanzportal GmbH (o.J.).

Rendite möchte, der muss dafür entweder ein höheres Risiko eingehen oder die Illiquidität der Geldanlage in Kauf nehmen - wer hohe Sicherheit möchte, bekommt keine Rendite.

Eine wichtige Hilfestellung sollte dabei unabhängig von der persönlichen Risikoneigung eine möglichst langfristige Perspektive sein. Denn Stiftungen sind nicht für eine kurze Zeitdauer, sondern für lange Zeiträume angelegt – eigentlich über Generationen hinweg und letztlich für die Ewigkeit. Beispiel Aktien: Wer sich den Deutschen Leitindex DAX über die vergangenen rund 30 Jahre anschaut, stellt fest, dass selbst ein massiver Kurseinbruch wie im Jahr 2000 rückblickend gar nicht dramatisch war. Vor allem aber holte er den Kursverlust bis 2008 wieder auf (siehe auch Abbildung 6).

Ebenfalls interessant ist eine genauere Analyse des Dax-Renditedreiecks.⁵² Demnach musste ein Anleger, selbst wenn er zum ungünstigsten Zeitpunkt in den Markt einstieg, maximal zwölf Jahre warten, um auf eine positive Rendite zu kommen. Je länger der Anlagehorizont, desto mehr nimmt die Wahrscheinlichkeit von Verlusten ab, wie die nachstehende Abbildung zeigt. So liegt historisch betrachtet nach 20 Jahren die Wahrscheinlichkeit eines Kapitalerhalts bei 100 Prozent.⁵³

Abbildung 9: Historische Verlustwahrscheinlichkeit bei Aktien⁵⁴



Wer also langfristig investiert, braucht keine Angst vor kurzfristigen Kurschwankungen zu haben und kann damit auch Anlageklassen wie Aktien, Immobilien oder alternative Investments berücksichtigen.

⁵² Vgl. Deutsches Aktieninstitut (o.J.).

⁵³ Vgl. Neisius, A. (2015).

⁵⁴ Entnommen: Deutsches Aktieninstitut (2015), S. 20.

Der lange Atem der Stiftungen

Die Geschichte der Stiftungen geht auf den griechischen Philosophen Platon zurück. Er rief 347 vor Christus eine antike Philosophenschule ins Leben, die bis 529 nach Christus Bestand hatte. Hierzulande wurden die ersten Stiftungen im 10. Jahrhundert gegründet. Zu den ältesten gehört die Bürgerspitalstiftung im bayerischen Wemding, die 917 gegründet wurde und bis heute Bestand hat.⁵⁵ Eine der wohl bekanntesten Stiftungen ist die von Jakob Fugger vor mehr als 500 Jahren in Augsburg gegründete Fuggerei. Sie ist eine der ältesten Sozialsiedlungen der Welt, die seitdem ununterbrochen ihren Stiftungszweck erfüllt.⁵⁶

Diese Beispiele zeigen eindrucksvoll, dass Stiftungen auf die Ewigkeit ausgerichtet sind und es geschafft haben, viel schwierigere Situationen als eine Niedrigzinsphase zu überstehen. Stiftungen sind damit eine Art Konstante. Im Verhältnis dazu wirken selbst viele Extremereignisse nur wie ein Wimpernschlag. Das gilt umso mehr für die kurzfristigen Schwankungen an den Aktienmärkten.

4.4 Das entscheidende Element der Geldanlage: Diversifikation

Diversifikation bedeutet nichts anderes, als eine Vielzahl an Anlageklassen in einem Portfolio zu berücksichtigen und sich nicht nur auf eine oder zwei festzulegen. Eine breite Streuung bedeutet, auch innerhalb der Anlageklassen zu diversifizieren. Die Bedeutung der Diversifikation in der Geldanlage geht auf die Arbeit von Harry Markowitz aus den 1950er Jahren zurück, für die er 1990 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhielt. Er wies darin nach, dass es möglich ist, unter bestimmten Rahmenbedingungen ein Portfolio durch die Streuung auf mehrere Wertpapiere so zu verbessern, dass es bei einem bestimmten Risiko die höchste Performance-Erwartung hat. Es existiert also kein anderes Wertpapier-Portfolio, das bei mindestens gleicher Renditeerwartung ein geringeres Risiko aufweist. Solche nach Markowitz optimierten Portfolios werden als "effizient" bezeichnet.⁵⁷

Entscheidend für die Reduzierung des Risikos in einem Portfolio durch eine breitere Streuung (ohne dass dies zu Lasten der Rendite geht) ist, dass die Assets nicht vollständig miteinander korrelieren. Korrelationen werden mit Werten zwischen 1 und -1 angegeben. Haben zwei Wertpapiere den Wert 1, dann bewegen sie sich stets exakt gleich. Liegt die Korrelation bei zwei Wertpapieren bei -1, bewegen sie sich genau gegenläufig, beim Wert Null besteht kein Zusammenhang zwischen diesen beiden Wertpapieren.⁵⁸

⁵⁵ Vgl. Stadt Wemding (o.J.).

⁵⁶ Vgl. Fürstlich und Gräfllich Fuggersche Stiftungs-Administration (o.J.).

⁵⁷ Vgl. AnlegerCampus GmbH (o.J.).

⁵⁸ Vgl. Allianz Global Investors (2010), S. 5 ff.

Abbildung 10: Korrelationsmatrix⁵⁹

	MSCI Europe	S&P 500	MSCI EM	MSCI Asia ex Japan	Paneurop. Anleihen	EM-Anleihen	Hochzinsanleihen	Globale Anleihen	Rohstoffe	Hedge Funds	Leveraged Loans	Immobilien
MSCI Europe	1,00	0,77	0,81	0,77	-0,16	0,50	0,71	-0,29	0,35	0,69	0,67	0,18
S&P 500		1,00	0,65	0,66	-0,09	0,25	0,51	0,12	0,32	0,43	0,54	0,20
MSCI EM			1,00	0,96	-0,08	0,58	0,67	-0,17	0,48	0,69	0,61	0,04
MSCI Asia ex Japan				1,00	-0,03	0,52	0,65	-0,09	0,40	0,63	0,57	0,01
Paneurop. Anleihen					1,00	0,21	-0,12	0,56	-0,12	-0,28	-0,21	-0,17
EM-Anleihen						1,00	0,74	-0,22	0,20	0,53	0,52	-0,06
Hochzinsanleihen							1,00	-0,32	0,31	0,80	0,88	-0,12
Globale Anleihen								1,00	0,00	-0,43	-0,25	-0,17
Rohstoffe									1,00	0,48	0,38	0,23
Hedge Funds										1,00	0,81	0,09
Leveraged Loans											1,00	-0,05
Immobilien												1,00

Beispielhaft zeigt das die oben stehende Korrelationsmatrix für verschiedene Anlageklassen. Wer ausgehend von dieser Matrix allein auf paneuropäische und globale Anleihen setzt, verzichtet auf potenzielle Diversifikationsvorteile die sich aus der Beimischung anderer Anlageformen ergeben. So liegt die Korrelation zwischen globalen Anleihen und dem Aktienindex MSCI Europa bei -0,29. Das heißt, beide Anlageklassen entwickeln sich tendenziell gegenläufig. Aber auch die Beimischung von Immobilien oder Rohstoffen diversifiziert ein Anleiheportfolio: Paneuropäische Anleihen weisen gegenüber dem Immobilienmarkt eine Korrelation von -0,17 auf und zu Rohstoffen einen Wert von -0,12.

Entscheidend ist für eine Stiftung, dass ihre gewählten Anlagen nicht stark miteinander korrelieren. So lassen sich auch zwischen verschiedenen Branchen, Länderindizes und sogar zwischen einzelnen Aktien starke Korrelationsunterschiede feststellen. So lag die Korrelation zwischen dem IT-Sektor und der Grundstoffindustrie in der Vergangenheit nur bei 0,41.⁶⁰ Durch die Aufteilung des Portfolios auf verschiedene, wenig miteinander korrelierende Anlageklassen im ersten und die Diversifikation innerhalb der Anlageklassen nach Branchen, Regionen und Einzeltiteln im zweiten Schritt lässt sich ein Portfolio nach Rendite-Risiko-Eigenschaften optimieren.

Ein gutes Beispiel dafür ist der Norwegische Staatsfonds. Bis zu 70 Prozent kann das Fondsmanagement in Aktien investieren,⁶¹ bis zu 30 Prozent in Anleihen und bis zu sieben Prozent in nicht börsennotierte Immobilien. Dabei besteht das Aktienportfolio aus rund 9.000 verschiedenen Aktien aus allen Ländern und Branchen. Das gilt auch für den Anleihebereich, bei dem der Norwegische Staatsfonds weltweit auf Staats- und Unternehmensanleihen setzen

⁵⁹ Entnommen: Fonds professionell Multimedia GmbH (2013), Copyright: J.P. Morgan Asset Management.

⁶⁰ Vgl. Allianz Global Investors (2010), S. 25 ff.

⁶¹ Vgl. Ferber, M. (2018).

kann. Seit Auflage im Jahr 1998 kommt er so auf einen jährlichen Wertzuwachs von 5,5 Prozent – trotz etlicher zwischenzeitlicher Krisen und einiger starker Kurseinbrüche am Aktienmarkt.

In der Vergangenheit war eine breite Streuung gerade im Fall von Extremereignissen wie Kriegen, Hyperinflation oder Währungsreformen hilfreich. Und genau hierfür müssen Stiftungen ihr Anlageverhalten diversifizieren: Wenn exogene Schocks auf einen Markt treffen, sollten sich nicht alle Assets der Stiftung in die gleiche, negative Richtung entwickeln. Von einem Portfolio, das 1918 allein in Rentenpapiere investiert war, blieb nach der Hyperinflation Anfang der 1920er Jahre und der anschließenden Währungsreform nichts mehr übrig. Ein Portfolio, das zu jeweils einem Drittel aus Anleihen, Aktien und Immobilien bestand, hätte bis 1924 nur etwas mehr als 50 Prozent eingebüßt.

Abbildung 11: Langfristiger Einfluss einer breiten Streuung⁶²



4.5 Warum Stiftungen Handlungsspielraum brauchen

Wie bereits in Kapitel 4.2 beschrieben, müssen die Anlagerichtlinien an die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angepasst sein – wenn sich diese entscheidend verändern, müssen auch die Anlagerichtlinien entsprechend angepasst werden. Wenn sich aber nicht die Rahmenbedingungen insgesamt, sondern lediglich die Marktverhältnisse ändern, muss die geltende Anlagerichtlinie einer Stiftung erlauben, ihre Anlage entsprechend anzupassen, ohne auf Vorstandsebene das Regelwerk ändern zu müssen. Das bedeutet, dass eine Anlagerichtlinie genügend Spielraum lassen muss, um Marktchancen und -risiken im Tagesgeschäft zu nutzen beziehungsweise diesen zu begegnen. Das ist über die Festlegung von Minimal- und Maximalquoten pro Assetklasse möglich.

Die Wirtschaft entwickelt sich in der Regel in Zyklen, die aus den Phasen Aufschwung, Boom, Abschwung und Rezession bestehen.⁶³ Und entsprechend

⁶² Eigene Berechnungen.

⁶³ Vgl. boerse.de Finanzportal AG (o.J. b).

bewegen sich auch die einzelnen Anlageklassen.⁶⁴ In einem Aufschwung zum Beispiel wächst die Wirtschaft, was den Unternehmen die Chance eröffnet, Umsatz und Gewinn zu steigern. In einer solchen Phase werden sich Aktien tendenziell gut entwickeln. In einem Abschwung oder gar einer Rezession dagegen werden deren Kurse eher sinken, da rückläufige Umsätze und Gewinne zu befürchten sind. In diesem normalen Konjunkturverlauf muss eine Anlage-richtlinie bestehen können. Zwar gelingt es auch professionellen Investoren nicht, immer den richtigen Zeitpunkt für den Wechsel zwischen den Anlage- klassen je nach Konjunkturphase abzuspannen. Zumindest aber bieten Hand- lungsspielräume bei der Gewichtung der einzelnen Assets die Möglichkeit, da- rauf bis zu einem gewissen Grad zu reagieren.

Wie sinnvoll Flexibilität bei der Gewichtung ist, lässt sich gut an den Renditen der vergangenen Jahre ablesen, wie in Abbildung 12 dargestellt. Demnach gab es in den vergangenen zehn Jahren fünf unterschiedliche Anlageklassen, die auf Jahresbasis am besten abschnitten. Im Krisenjahr 2008 hatten Aktien die schlechteste Performance, dafür lagen sichere Staatsanleihen in der Jahresbilanz ganz vorne. Im Jahr 2017, als die Wirtschaft weltweit einen synchronen Aufschwung verzeichnete,⁶⁵ liefen dagegen Aktien am besten.

Doch vor allem zeigt der Überblick eines: Nie in diesem Zeitraum waren gleich- zeitig bei allen hier aufgeführten Anlageklassen Verluste zu verzeichnen, son- dern es gab selbst in schwierigen Jahren wie 2008 oder 2018 stets mindestens zwei Anlageklassen, die im Plus lagen. Und dies lässt sich auch für frühere Zeiträume nachweisen.⁶⁶

Abbildung 12: Historische Erträge verschiedener Anlageklassen⁶⁷

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Q1 2019	Annual. Ertrag	Vola.														
Staatsanleihen	13,9%	EM-Aktien	73,5%	REITs	12,1%	REITs	18,3%	Globale Aktien	REITs	44,8%	REITs	13,5%	Hochzinsanl.	EM-Aktien	21,0%	Staatsanleihen	-4,6%	REITs	18,8%	Hochzinsanl.	5,3%	EM-Aktien	29,6%					
Barmittel	5,7%	Hochzinsanl.	54,4%	EM-Aktien	27,5%	REITs	10,9%	Hochzinsanl.	Portfolio	3,3%	EM-Anleihen	20,2%	EM-Anleihen	12,8%	Rohstoffe	15,1%	Globale Aktien	8,1%	IG-Anleihen	1,3%	Globale Aktien	14,7%	REITs	9,9%	REITs	20,3%		
IG-Anleihen	-3,9%	Globale Aktien	26,7%	Rohstoffe	24,9%	Staatsanleihen	9,9%	EM-Aktien	Hochzinsanl.	17,8%	Portfolio	2,7%	Globale Aktien	20,1%	Globale Aktien	11,0%	EM-Aktien	14,9%	Portfolio	1,7%	Hochzinsanl.	0,8%	EM-Aktien	11,9%	EM-Anleihen	8,3%	Hochzinsanl.	18,3%
EM-Anleihen	-6,3%	Portfolio	28,4%	Hochzinsanl.	22,8%	IG-Anleihen	7,8%	EM-Anleihen	Hedgfonds	16,7%	IG-Anleihen	17,5%	Hochzinsanl.	8,4%	EM-Anleihen	10,5%	Barmittel	-0,3%	REITs	0,7%	Portfolio	8,8%	Globale Aktien	6,7%	Globale Aktien	17,0%		
Hedgfonds	-19,3%	EM-Anleihen	24,2%	Globale Aktien	20,1%	Hochzinsanl.	6,6%	Globale Aktien	Barmittel	0,2%	Portfolio	16,2%	Staatsanleihen	7,7%	REITs	12,6%	Hochzinsanl.	-0,9%	EM-Anleihen	0,2%	EM-Anleihen	8,9%	IG-Anleihen	5,9%	Rohstoffe	15,7%		
Portfolio	-20,9%	REITs	23,3%	EM-Anleihen	13,8%	Barmittel	1,7%	Portfolio	REITs	-1,3%	Hochzinsanl.	13,9%	IG-Anleihen	7,4%	Globale Aktien	11,4%	EM-Anleihen	-4,0%	Barmittel	-0,3%	Hochzinsanl.	8,3%	Portfolio	5,8%	Portfolio	11,7%		
Hochzinsanl.	-21,1%	IG-Anleihen	15,5%	Portfolio	12,2%	IG-Anleihen	9,5%	IG-Anleihen	Hedgfonds	13,2%	Hedgfonds	7,3%	Portfolio	10,3%	REITs	-4,0%	Portfolio	-1,6%	Rohstoffe	1,6%	Rohstoffe	8,2%	Staatsanleihen	4,7%	EM-Anleihen	11,4%		
Rohstoffe	-22,3%	Rohstoffe	15,2%	Staatsanleihen	-1,8%	Globale Aktien	1,9%	Hedgfonds	EM-Aktien	-6,5%	Staatsanleihen	13,0%	Portfolio	6,4%	IG-Anleihen	7,4%	IG-Anleihen	-4,2%	Hedgfonds	-2,0%	IG-Anleihen	6,0%	EM-Aktien	5,9%	Hedgfonds	9,3%		
REITs	-34,1%	Hedgfonds	9,9%	IG-Anleihen	13,2%	Hedgfonds	-5,8%	Barmittel	1,2%	Staatsanleihen	4,4%	EM-Aktien	11,8%	Barmittel	0,1%	Hedgfonds	5,6%	Staatsanleihen	-5,8%	Globale Aktien	-3,8%	Hedgfonds	4,7%	Hedgfonds	1,2%	Staatsanleihen	7,8%	
Globale Aktien	-37,2%	Barmittel	2,3%	Hedgfonds	12,5%	Rohstoffe	-10,4%	EM-Anleihen	0,3%	EM-Anleihen	-10,6%	Barmittel	0,3%	EM-Aktien	-4,9%	Staatsanleihen	4,7%	Hedgfonds	-6,9%	Rohstoffe	-6,9%	Staatsanleihen	3,4%	Barmittel	1,1%	IG-Anleihen	7,5%	
EM-Aktien	-50,8%	Staatsanleihen	-0,6%	Barmittel	1,1%	EM-Aktien	-15,4%	Rohstoffe	-2,6%	Rohstoffe	-13,4%	Rohstoffe	-5,5%	Rohstoffe	-16,1%	Barmittel	-0,1%	Rohstoffe	-10,7%	EM-Aktien	-9,9%	Barmittel	-0,1%	Rohstoffe	-5,1%	Barmittel	1,7%	

Quelle: Barclays, Bloomberg, FTSE, MSCI, J.P. Morgan Economic Research, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die annualisierten Erträge decken Zeitraum von 2008 bis 2018 ab. Vol. ist die Standardabweichung der jährlichen Erträge. Staatsanleihen: Bloomberg Barclays Global Aggregate Government Treasuries; Hochzinsanleihen: Bloomberg Barclays Global High Yield; EM-Anleihen: J.P. Morgan EMBI Global; IG-Anleihen: Bloomberg Barclays Global Aggregate – Corporates; Rohstoffe: Bloomberg Commodity; REITs: FTSE NAREIT All REITs; Aktien aus Industrieländern: MSCI World; Schwellenländeraktien: MSCI EM; Hedgfonds: HFRI Global Hedge Fund Index; Barmittel: JP Morgan Cash Index EUR (3M). Hypothetisches Portfolio (nur zur Veranschaulichung, keine Empfehlung): 30% globale Aktien, 10% Schwellenländeraktien; 15% IG-Anleihen, 12,5% Staatsanleihen, 7,5% Hochzinsanleihen, 5% Schwellenländeranleihen, 5% Rohstoffe, 5% Barmittel, 5% REITs und 5% Hedgfonds. Alle Erträge sind Gesamterträge in EUR und nicht abgesehen. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Guide to the Markets – Europa. Stand der Daten: 31. März 2019.



⁶⁴ Vgl. JP Morgan Chase & Co. (2019).

⁶⁵ Vgl. International Monetary Fund (2018).

⁶⁶ Vgl. Gilgen, F. (2018).

⁶⁷ JP Morgan Chase & Co. (2019).

4.6 Professionalisierung als Grundvoraussetzung

Grundsätzlich ist der Vorstand einer Stiftung für die Verwaltung des Vermögens verantwortlich und haftet gemeinsam für die Kapitalanlage. Hilfreich ist es, einen Geldanlageexperten im entsprechenden Gremium zu haben, entscheidend ist aber, dass sich jedes Gremiumsmitglied mit dem Thema Kapitalanlage auseinandersetzt. Das beinhaltet beispielsweise auch, dass jeder der Verantwortlichen versteht, wie die in den Anlagerichtlinien festgelegten Anlagenklassen funktionieren. Schließlich macht eine höhere Aktienquote nur dann Sinn, wenn diese phasenweise auch tatsächlich ausgenutzt wird. Ebenso bedeutet Professionalisierung, dass die Verantwortlichen mit zwischenzeitlichen Kursrückgängen und somit Buchverlusten umgehen können. Dazu kommt, wie bei jedem Investor, die regelmäßige kritische Überprüfung der getätigten Investments. Ebenfalls zur Professionalisierung der Geldanlage gehört es, jede Investmententscheidung genau zu dokumentieren. Dabei geht es darum, zu erfassen,

- welches Umfeld und welche Rahmenbedingungen zum Zeitpunkt einer Investition gegeben waren,
- welche Argumente für das jeweilige Investment sprachen,
- wie sich die Verantwortlichen über das jeweilige Investment und etwaige Alternativen informiert haben,
- und dass sie Chancen und Risiken der Anlagemöglichkeiten gegeneinander abgewogen haben.

Letztlich muss ein Stiftungsvorstand bzw. das zuständige Gremium der Stiftungsaufsicht nachweisen können, dass es bei jeder Investmententscheidung mit der erforderlichen „kaufmännischen Sorgfalt“ vorgegangen ist.⁶⁸

5. Die vielfältigen Möglichkeiten der Geldanlage

Die einzelnen Anlageklassen haben ausgehend von dem magischen Dreieck der Geldanlage unterschiedliche Eigenschaften. So bieten weltweite Aktien zwar mit 5,0 Prozent im Schnitt seit dem Jahr 1900 nach Abzug der Inflation langfristig die attraktivste Rendite,⁶⁹ dafür aber können sie zeitweise im Wert stark schwanken. Dagegen sind Immobilieninvestments illiquide, das heißt, sie können nicht von heute auf morgen verkauft werden. Sie bieten dafür aber mehr Sicherheit in Form von stabilen Erträgen. Deutsche Staatsanleihen wiederum gelten als liquide und risikoarm, zehnjährige Papiere aber rentieren Anfang Juli 2019 mit minus 0,2 Prozent.⁷⁰

Mit anderen Worten: Jede Anlageklasse hat ein anderes Rendite-Risiko-Profil. Wer mehr Sicherheit haben möchte, kann sicheren Anlagen ein tendenziell höheres Maximalgewicht zugestehen, wer mit stärkeren Kursschwankungen und vorübergehenden Buchverlusten gut umgehen kann, der kann risiko- und zugleich renditeträchtigeren Anlagen eine höhere maximale Allokation geben.

⁶⁸ Vgl. Paukstadt, M. (2017), S. 2667 ff.

⁶⁹ Vgl. Dimson, E. et al. (2019), S. 37.

⁷⁰ Vgl. Deutsche Finanzagentur (2019).

5.1 Festverzinsliche Wertpapiere

Die klassische Anlage von Stiftungen in Deutschland waren festverzinsliche Wertpapiere wie z.B. Bundesanleihen, also von der Bundesrepublik Deutschland begebene festverzinsliche Wertpapiere, die einen fixen Kupon aufweisen und deren Rückzahlung zum Nennwert der Schuldner, also der Bund, garantiert. Während die meisten Bundesanleihen derzeit zwar kaum noch Rendite abwerfen, können sie als sicherer Hafen vor allem in Krisenzeiten ein Portfolio stabilisieren, wenn andere Anlageklassen an Wert verlieren. Auf Sicht von einem Jahr zum Beispiel kommt der Rentenindex REX auf eine Volatilität (= durchschnittliche Schwankungsbreite innerhalb eines Zeitraums) von 4,17 Prozent.⁷¹

Den Sinn der Beimischung verdeutlicht Abbildung 12: Im Krisenjahr 2008 sowie im schwierigen Umfeld des Jahres 2018 wiesen Staatsanleihen die beste Performance auf. Neben Staatsanleihen gibt es eine Vielzahl von Unternehmensanleihen und Pfandbriefen aus dem so genannten Investment-Grade-Bereich, deren Bonität beispielsweise bei der Ratingagentur Standard & Poor's zwischen AAA und BBB- liegt. Sie bergen eine niedrige Ausfallwahrscheinlichkeit, werfen dafür aber eine geringere Rendite ab.⁷²

Abbildung 13: Überblick über die Rating-Kategorien⁷³

	Ratingagenturen* und Ratingklassen			Bonitätseinstufung / Klassenbeschreibung	
	S&P	Moodys	Fitch		
Investmentgrade	AAA	Aaa	AAA	Sehr gut Höchste Bonität, praktisch kein Ausfallrisiko.	
	AA+	Aa1	AA+		
	AA	Aa2	AA		
	AA-	Aa3	AA-	Sehr gute bis gute Bonität Hohe Zahlungswahrscheinlichkeit.	
	A+	A1	A+		
	A	A2	A		
	A-	A3	A-	Gute bis befriedigende Bonität Angemessene Deckung von Zins und Tilgung. Viele gute Investementattribute aber auch Elemente, die sich bei Veränderung der wirtschaftlichen Lage negativ auswirken können.	
	BBB+	Baa1	BBB+		
	BBB	Baa2	BBB		
BBB-	Baa3	BBB-	Befriedigende Bonität Angemessene Deckung von Zins und Tilgung aber auch spekulative Charakteristika oder mangelnder Schutz gegen wirtschaftliche Veränderungen.		
Speculative Grade	BB+	Ba1		BB+	Ausreichende Bonität Sehr mäßige Deckung von Zins und Tilgung, auch in gutem wirtschaftlichen Umfeld.
	BB	Ba2		BB	
	BB-	Ba3	BB-		
	B+	B1	B+	Mangelhafte Bonität Geringe Sicherung von Zins und Tilgung.	
	B	B2	B		
	B-	B3	B-		
	CCC+	Caa1	CCC+	Ungenügende Bonität Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz. In akuter Gefahr eines Zahlungsverzuges.	
	CCC	Caa2	CCC		
	CCC-	Caa3	CCC-		

⁷¹ Vgl. onvista media GmbH (2019).

⁷² Vgl. Investmentsparen.net (o.J.).

⁷³ Bearbeitet nach: Börse Stuttgart (o.J.).

Daneben gibt es Hochzinsanleihen, deren Rating bei BB oder darunter liegt. Weil sie ein höheres Ausfallrisiko mit sich bringen und nicht mehr im Investment Grade liegen, bieten sie höhere Renditen.⁷⁴ Deren Beimischung zahlte sich, wie sich in Abbildung 12 zeigt, beispielsweise im Jahr 2016 aus, als sie am besten abschnitten. Allerdings sind dies spekulative Anleihen und wirklich nur für Stiftungen geeignet, die über sehr viel Expertise und die Möglichkeit verfügen, deren Entwicklung zeitnah zu überwachen.

Eine weitere Alternative sind Staatsanleihen aus Schwellenländern. Sie legten insbesondere 2014 und 2015 jeweils 20,2 beziehungsweise 12,8 Prozent im Kurs zu. Dazu kommen noch weitere spezielle Anleihearten wie inflationsindexierte Anleihen, Wandelanleihen oder variabel verzinsten Papiere, so genannte Floater, um nur einige Beispiele zu nennen. Auch in der Assetklasse Anleihen gibt es Diversifikationsmöglichkeiten.

Mit einem Mix aus weltweiten Anleihen aller Art erzielten laut dem Fondsanalysehaus Morningstar flexible Anleihefonds bis zu acht Prozent Rendite pro Jahr in den vergangenen drei Jahren.⁷⁵ Zwar ist nicht gesagt, dass sie diese Entwicklung in den kommenden Jahren wiederholen, es verdeutlicht aber nochmals, warum für Stiftungen Diversifikation sinnvoll ist.

5.2 Aktien

Aktien zeichnen sich zwar durch höhere Kursschwankungen aus, langfristig aber bieten sie mit die attraktivsten Renditen am Kapitalmarkt.⁷⁶ Auch das Aktienuniversum bietet eine Vielzahl an Anlagemöglichkeiten. Es gibt dividendenstarke Titel, die sehr attraktive Ausschüttungen bieten. Wie Abbildung 3 aufzeigt, verlief die Dividendenrendite zahlreicher Aktien über Jahrzehnte hinweg in einer Bandbreite zwischen zwei und vier Prozent. Die 30 Unternehmen im DAX weisen eine durchschnittliche Dividendenrendite von 3,22 % für das laufende Jahr 2019 auf.⁷⁷ Und Dividenden sind für die langfristige Performance von Aktien sehr viel wichtiger als viele Anleger meinen. Seit 1973 trug der Performance-Beitrag der Dividenden zu ungefähr 41 Prozent die annualisierte Gesamtrendite der Aktienanlage für den MSCI Europa.⁷⁸

Neben einer geografischen gibt es auch eine Unterscheidung nach Unternehmensgröße. Hier gibt es Standardwerte oder Blue Chips, also die großen, international tätigen Konzerne aus den führenden Indizes, sowie ein großes Universum an Nebenwerten, also kleine und mittelgroße Firmen, so genannte Small- und Mid Caps. Auch diese Unterscheidung ist für ein diversifiziertes Portfolio von Bedeutung, wie die folgende Abbildung zeigt:

⁷⁴ Vgl. Investmentsparen.net (o.J.).

⁷⁵ Vgl. Morningstar, Inc. (o.J.).

⁷⁶ Vgl. Dimson, E. et al. (2019), S. 37.

⁷⁷ Stand 17.5.2019

⁷⁸ Vgl. Allianz Global Investors (2019), S. 7.

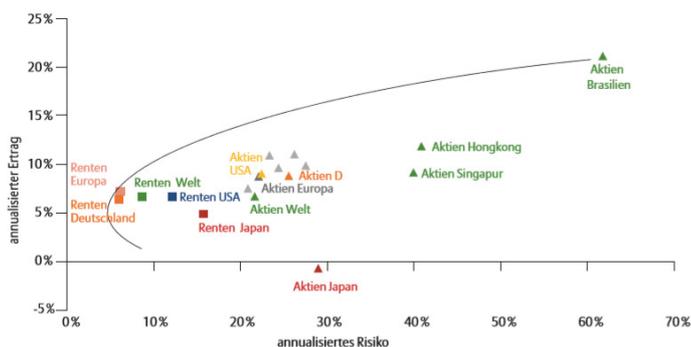
Abbildung 14: Performancevergleich Dax, MDax und SDax⁷⁹



Vergleich zwischen DAX (enthält die 30 größten deutschen Standardwerte oder LargeCaps), MDax (70 mittelgroße deutsche Firmen oder MidCaps) und SDax (70 kleinere Firmen oder SmallCaps).

Die beiden Indizes MDax und SDax haben sich auf Sicht von zehn Jahren klar besser entwickelt als der Standardwerte-Index Dax. Allerdings greift auch der Blick allein auf den deutschen Markt zu kurz. Im Gegenteil: Studien weisen nach, dass der Home Bias, die Tendenz von Anlegern, Titel aus dem Heimatmarkt zu bevorzugen, Rendite kostet.⁸⁰ Den Nutzen einer internationalen Streuung des Portfolios zeigt auch das folgende Schaubild:

Abbildung 15: Rendite-Risiko-Diagramm Aktien- und Rentenmärkte⁸¹



Quelle: Datastream, Zeitraum 12/1987–12/2009, währungsbereinigt in Euro;
Berechnung: Allianz Global Investments Kapitalmarktanalyse

Es verdeutlicht, dass das Rendite-Risiko-Profil einzelner Anlagemärkte stark voneinander abweicht. Ein Investor, der im angeführten Zeitraum nur japani-

⁷⁹ Abbildung erstellt auf onvista.de

⁸⁰ Vgl. French, K. et al. (1991).

⁸¹ Entnommen: Allianz Global Investors (2010).

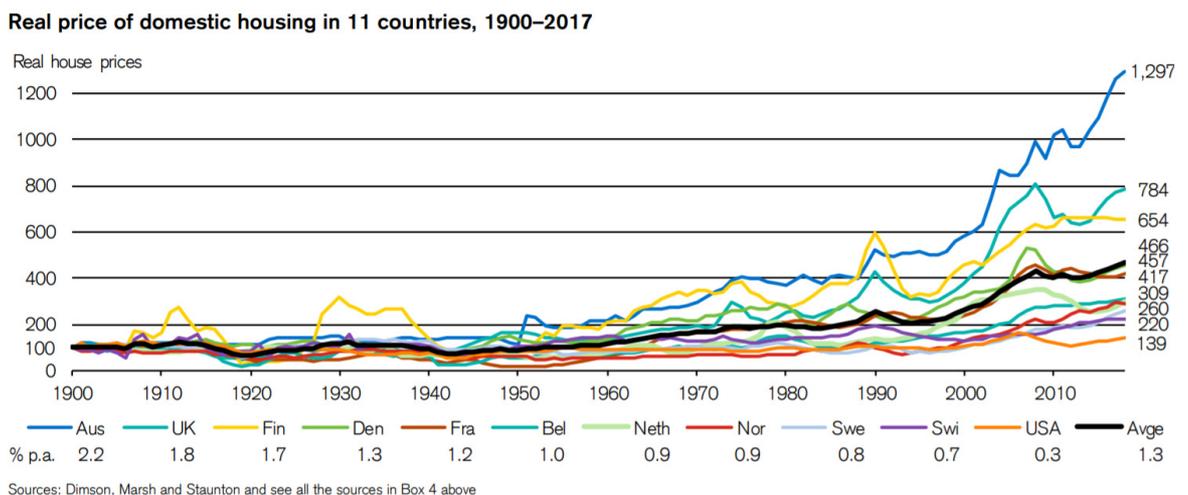
sche Aktien besessen hat, hätte durch eine breitere Streuung seines Vermögens sein Risiko deutlich reduzieren und/oder seinen Ertrag erhöhen können.⁸² Das Gleiche gilt auch für einen Investor, der bislang ausschließlich am deutschen oder europäischen Markt tätig war.

Abbildern lassen sich Aktieninvestments schließlich über ein Portfolio aus einzeln gekauften Aktien, über aktiv gemanagte Aktienfonds oder über Exchange Traded Funds (ETFs), die passiv einen Index nachbilden. Da man viel Knowhow benötigt, um sich selbst ein aussichtsreiches und gut strukturiertes Portfolio aus Einzeltiteln zusammenzustellen, können sich für Stiftungen auch ETFs oder Aktienfonds als Anlagevehikel eignen. ETFs sind gegenüber aktiv gemanagten Fonds kostengünstiger. Untersuchungen zeigen, dass es aktiv gemanagten Fonds selten gelingt, ihren Index zu schlagen,⁸³ da sie zusätzlich auch ihre Kosten erwirtschaften müssen. Allerdings schaffen es einzelne aktive Fondsmanager in einzelnen Jahren schon, besser abzuschneiden als ihr jeweiliger Vergleichsindex.⁸⁴ Es kann deshalb auch sinnvoll sein, aktive und passive Investments zu kombinieren.⁸⁵

5.3 Immobilien

Internationale Immobilien brachten seit 1900 einen Ertrag von 4,8 Prozent pro Jahr nach Berücksichtigung von Inflation, wobei der Wertzuwachs 1,3 Prozentpunkte beisteuerte, der Rest geht auf Mieteinnahmen zurück.⁸⁶ Wie unterschiedlich die Wertentwicklung in den einzelnen Ländern speziell ab 1960 war, zeigt die nachstehende Grafik.

Abbildung 16: Entwicklung der Hauspreise (international ohne Deutschland) nach Inflation⁸⁷



⁸² Vgl. Allianz Global Investors (2010), S. 8 ff.

⁸³ Vgl. Masarwah, A. (2019).

⁸⁴ Vgl. Scope Analysis (2019).

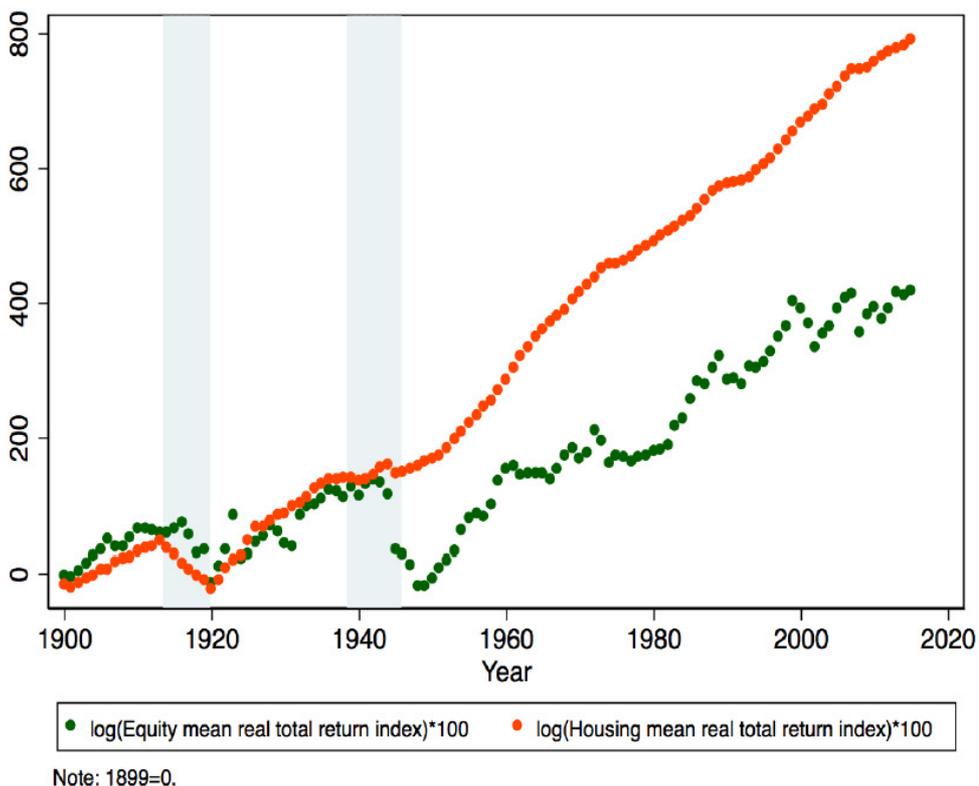
⁸⁵ Vgl. Black Rock Investment Management (Netherlands) BV (o.J.).

⁸⁶ Vgl. Anon. (2018).

⁸⁷ Entnommen: Dimson, E. et al (2018), S. 26.

In Deutschland zeigte die Immobilienanlage sehr langfristig eine bessere Entwicklung, auch gegenüber der Aktienanlage: Während im Zeitraum von 1870 bis 2015 die Immobilienrendite nach Inflationsrate bei 7,85% p.a. lag, war mit deutschen Aktien eine reale Rendite von 6,85% p.a. zu erzielen.⁸⁸ Ähnliche Ergebnisse zeigt der nachstehende Vergleich deutscher Immobilien und Aktien im etwas kürzeren Zeitraum von 1900 bis 2015.

Abbildung 17: Entwicklung der Wohnimmobilienpreise in Deutschland seit 1900⁸⁹



Somit bieten Immobilien unter bestimmten Voraussetzungen Inflationsschutz.⁹⁰ Zu berücksichtigen ist aber, dass Kosten für die Instandhaltung anfallen und in der Liquiditätsplanung berücksichtigt werden müssen. Doch vor allem dürfte nicht jede Stiftung in der Lage sein, ihrem Portfolio Immobilien in der Direktanlage beizumischen. Dazu kommt, dass Immobilien in aller Regel nicht sofort verkauft werden können.

Eine Alternative können für Stiftungen mit geringerem Vermögen offene Immobilienfonds sein. Investoren beteiligen sich an einem Portfolio aus verschiedenen Objekten und erhalten damit eine gewisse Streuung in dieser Assetklasse. Allerdings ist auch hier die Liquidität eingeschränkt, denn es gibt eine Ersthal-

⁸⁸ Vgl. Jordà, Ò, et al. (2017), S. A60.

⁸⁹ Entnommen: Morgenstern, K. (2016).

⁹⁰ Vgl. DWS International GmbH (2018).

tefrist von 24 Monaten und eine Kündigungsfrist von zwölf Monaten. Laut dem Fondsverband BVI haben offene Immobilienfonds in den vergangenen zehn Jahren im Wert jährlich 2,5% im Schnitt zugelegt und das bei einer Volatilität von 0,6 Prozent.⁹¹ Damit bringen diese aktuell mehr als eine zehnjährige Bundesanleihe und das bei geringeren durchschnittlichen Wertschwankungen. Die langfristige Betrachtung zeigt, dass sich Immobilien als Sachwertanlagen gerade für Stiftungen sehr gut eignen.

5.4 Alternative Investments

Auf Grund der extrem niedrigen Zinsen investieren Anleger in den vergangenen Jahren verstärkt in Private Equity, weil es eine der renditestärksten Anlageklassen ist.⁹² Bei Private Equity handelt es sich um die Beteiligung an nicht-börsennotierten Unternehmen. Zu beachten ist, dass es für die Auswahl geeigneter Zielfirmen und die Durchführung des Investments sehr viel Knowhow und Erfahrung in diesem Markt braucht, und dass Private-Equity-Anlagen in der Regel bis zu einem möglichen Börsengang keine laufenden Erträge einbringen. Investoren wie Stiftungen bleibt deshalb fast nur der Weg über Private-Equity-Fonds oder einen Private-Equity-Dachfonds, die in verschiedene ausgewählte Private-Equity-Fonds investieren. So sehr sich eine Beimischung dieser Anlageklasse im Portfolio eignet, so genau müssen Investoren hinsehen und vorher klären, welcher Vermögenssphäre diese Beteiligung zugerechnet wird. Sie sollten sich über den jeweiligen Anbieter, dessen Erfahrung und seine bisherigen Ergebnisse sowie auch die dabei anfallenden Kosten sehr genau informieren. Empfehlenswert ist es, eine Investition in Private Equity Anlagen vorher mit der Stiftungsaufsicht abzusprechen.

Als sicherer Hafen gilt Gold. Allerdings müssen Investoren dabei berücksichtigen, dass das Edelmetall weder Zinsen, noch eine Dividende und auch keine Miete abwirft. Zudem kann der Preis für Gold ebenfalls erheblichen Schwankungen unterliegen, wie der folgende Chart zeigt:

Abbildung 18: Entwicklung des Goldpreises seit 1968 in US-Dollar ⁹³



⁹¹ Vgl. BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2019).

⁹² Vgl. American Investment Council (2018).

⁹³ Entnommen: boerse.de Finanzportal AG (o.J. c).

Das Gleiche gilt für andere Edel- oder Industriemetalle. Dennoch kann es für eine Stiftung unter Umständen Sinn machen, Rohstoffe in den Anlagerichtlinien zu berücksichtigen, weil diese nicht immer mit anderen Anlageklassen korrelieren (vgl. Abbildung 10).

5.5 Alles in einem: Stiftungsfonds

Eine individuell passende Asset Allocation mit entsprechenden Spannbreiten bei der Gewichtung der Anlageklassen zu bauen kann für den Stiftungsvorstand eine erhebliche Herausforderung sein. Eine Alternative ist die Beauftragung eines externen Vermögensverwalters. Dieser kann hinsichtlich der Geldanlageentscheidungen hilfreich zu Seite stehen und das Portfolio laufend überwachen.⁹⁴ Zu beachten ist dabei aber, dass der Vorstand einer Stiftung dadurch nicht von der Haftung entbunden ist. Zudem eignet sich dieser Weg nicht für jede Stiftung, da auch wegen der regulatorischen Änderungen der vergangenen Jahre enorme Kosten damit verbunden sind.⁹⁵ Diese Alternative rentiert sich erst für Stiftungen mit einem Anlagevermögen im mindestens siebenstelligen Bereich.

Eine Lösung für kleinere Stiftungen können deshalb Stiftungs- oder vermögensverwaltende Fonds sein, also Mischfonds oder Multi-Asset-Fonds, bei denen ein Manager in mehrere Anlageklassen investieren kann und die Aufteilung des Vermögens zwischen diesen auf die jeweilige Markterwartung abstellt. In der Theorie bedeutet das, dass sie in guten Börsenphasen stärker auf risikobehaftete Anlagen wie Aktien setzen, in schlechten sich dagegen defensiver positionieren.

Jedoch müssen sich die Stiftungsverantwortlichen auch damit genau auseinandersetzen, da die Fonds unterschiedlich ausgerichtet sind. So darf der zuständige Manager bei manchen Produkten die Aktienquote bis auf 100 Prozent erhöhen, bei anderen dagegen liegt sie bei maximal 25 Prozent. Dementsprechend fallen auch die Wertschwankungen unterschiedlich stark aus. Auch gilt es darauf zu achten, dass ein Fonds tatsächlich eine breit diversifizierte Anlagepolitik verfolgt, und dass eine ausreichende Ausschüttung in Aussicht gestellt wird. Speziell darauf zielen zwar Stiftungsfonds ab, jedoch sind auch Mischfonds eine Alternative, da Stiftungen hier nochmal eine sehr viel größere Auswahl haben. Denn während es gerade rund 40 Stiftungsfonds in Deutschland gibt, sind hierzulande allein über 800 defensive Mischfonds zugelassen. Mittlerweile gibt es spezielle Fonds nur für Stiftungen und steuerbegünstigte, gemeinnützige Organisationen, bei denen der Steuerabzug auf den Ertrag im Fonds unterbleibt.

⁹⁴ Vgl. Paukstadt, M. (2017), S. 2667 ff.

⁹⁵ Vgl. Albert, M. (2017).

5.6 Nachhaltige Investments – für Stiftungen besonders interessant

In den vergangenen Jahren ist das Interesse an Investments, die an ökologischen, sozialen und ethischen Kriterien (ESG-Kriterien) ausgerichtet sind, stark gestiegen. Sie erreichten Ende 2018 laut dem Forum Nachhaltige Geldanlage (FNG) mit einem Anlagevolumen von 219,1 Milliarden Euro in Deutschland einen neuen Rekordwert.⁹⁶ Deren grundsätzliche Idee liegt darin, die klassischen Kriterien der Geldanlage, also Rentabilität, Liquidität und Sicherheit, um eine vierte Dimension – um die oben genannten Nachhaltigkeitskriterien – zu ergänzen. Dass das Interesse daran zunimmt, dürfte auch daran liegen, dass Studien zu dem Ergebnis kommen, dass Anleger mit einer nachhaltig ausgerichteten Anlage langfristig keine Renditenachteile erfahren, zugleich aber ihr Risiko reduzieren können.⁹⁷

Abbildung 19: Vergleich nachhaltige versus traditionelle Aktienfonds⁹⁸

Abbildung 4: Peergroup-Vergleich – Aktien Europa

	Aktien Nachhaltigkeit / Ethik Europa	Aktien Europa
Anzahl Fonds	43	454
Anzahl Fonds Rating	23	332
Anzahl Fonds Top Rating	8	117
in %	34,8%	35,2%
Perf. 5 Y Average (p.a.)	7,8%	7,7%
Volatilität Average	11,7%	11,4%
Max. Verl. 6M Average	-12,7%	-12,7%

Quelle: Scope Analysis, Thomson Reuters, Stand: 31.08.2018. Bezugsgröße sind in Deutschland zum Vertrieb zugelassene Investmentfonds.

Abbildung 5: Peergroup-Vergleich – Aktien Welt

	Aktien Nachhaltigkeit / Ethik Welt	Aktien Welt
Anzahl Fonds	103	813
Fonds mit Rating	56	538
Anzahl Fonds Top Rating	14	199
in %	25%	37%
Perf. 5 Y Average (p.a.)	10,7%	10,0%
Volatilität Average	10,1%	10,9%
Max. Verl. 6M Average	-11,2%	-11,4%

Quelle: Scope Analysis, Thomson Reuters, Stand: 31.08.2018. Bezugsgröße sind in Deutschland zum Vertrieb zugelassene Investmentfonds.

Für manche Stiftungen, die soziale oder ökologische Zwecke verfolgen, kann eine an diesen Kriterien ausgerichtete Geldanlage besonders Sinn machen. Dabei gibt es eine ganze Reihe von Anlageprozessen, zwischen denen Investoren wählen können. Dazu zählt das Vorgehen anhand von Ausschlusskriterien, das heißt, dass Unternehmen aus bestimmten Branchen oder Staaten aus dem Anlageuniversum grundsätzlich ausgeschlossen werden weil sie sich nicht nachhaltig verhalten. Ebenfalls häufig genutzt wird der Best-in-Class-Ansatz, bei dem aus jeder Branche die Firmen herausgefiltert werden, die bezüglich

⁹⁶ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen (2019).

⁹⁷ Vgl. Hale, J. (2016).

⁹⁸ Entnommen: Scope Analysis (2018).

der ESG-Kriterien führend sind. Einen detaillierteren Überblick über die verschiedenen Anlageprozesse bietet das Forum Nachhaltige Geldanlagen.⁹⁹ Noch einen Schritt weiter geht Impact Investing, bei dem allein durch die Kapitalanlage bereits eine nachweisbare Wirkung erzielt werden soll – der Stiftungszweck also bereits mit der Anlage unterstützt wird. Derzeit gibt es noch nicht viele geeignete Investments, die zu den unterschiedlichen Satzungszwecken passen. Auch benötigt die Erfüllung des Stiftungszwecks immer noch liquide Mittel, also Erträge aus den Investments. Mehr zum Thema Impact Investment finden Sie in der Stiftungsinfo Kapital und Wirkung des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen.¹⁰⁰

6. Haftungsregelungen für Stifter und Vorstände

Dass sich viele Stiftungen bei der Kapitalanlage eher defensiv positionieren, dürfte auch daran liegen, dass sich Stiftungsvorstände Sorgen um die persönliche Haftung bei Verlusten machen. Wann also haftet ein Stiftungsvorstand wirklich?

Tatsächlich wird er immer in dem Fall haften, wenn seine Anlageentscheidungen in Widerspruch zu den Anlagerichtlinien oder zum Stifterwillen stehen. Ist jedoch die Kapitalanlage gemäß den Anlagerichtlinien erfolgt und steht sie nicht im Widerspruch zum Stifterwillen, dann liegt bei nicht realisierten Verlusten nicht automatisch ein Haftungsfall vor. So hat beispielsweise der deutsche Leitindex Dax das Jahr 2018 mit einem Verlust von rund 20 Prozent abgeschlossen. Wer zu Jahresbeginn in den Dax investierte, hatte damit am Jahresende einen Buchverlust in entsprechender Höhe und muss diesen unter Umständen in der Bilanz am Jahresende ausweisen. Doch hat der Index seit Jahresbeginn 2019 einen erheblichen Teil der Verluste bereits wieder aufgeholt:

Abbildung 20: Performance des DAX vom 2.1.2018 bis 14.7.2019¹⁰¹



⁹⁹ Vgl. Anon. (o.J.).

¹⁰⁰ Vgl. Bundesverband Deutscher Stiftungen (o.J.).

¹⁰¹ Entnommen: boerse.de Finanzportal AG (o.J. d.).

Natürlich aber ist es auch möglich, dass die Verluste realisiert werden, weil zum Beispiel ein Unternehmen in Konkurs geht, in das eine Stiftung über Aktien, Anleihen oder eine Beteiligung investiert ist. In diesem Fall gilt als entscheidende Frage, auf welcher Basis der Vorstand die Investmententscheidung getroffen hat. Konkret geht es darum, ob er die notwendige kaufmännische Sorgfalt hat walten lassen oder nicht.¹⁰² Die gründliche Dokumentation der Entscheidungsfindung (siehe Kapitel 4.6) ist genau aus diesem Grund so wichtig, weil sie nun eine Argumentationsgrundlage für die Frage ist, ob ein Vorstand verantwortlich gemacht werden kann.

Für den Fall, dass ein Vorstand zur Haftung herangezogen werden soll, kann im Vorfeld eine Vermögensschaden-Haftpflicht abgeschlossen werden. Auch hier gilt es sich genau zu erkundigen, in welchen Fällen diese tatsächlich greift. Grundsätzlich wird derzeit (Stand Juli 2019) an einer Reform des Gesetzes über die Haftung von Stiftungsvorständen gearbeitet. Demnach dürfen Stiftungsvorstände nicht zur Haftung herangezogen werden, wenn sie bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt einer ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleitung angewandt haben. Die gute Nachricht: Dies soll hierzulande künftig rechtlich verankert werden. Die Entwürfe einer Stiftungsrechtsreform auf Ebene des Bundesgesetzbuches sehen demnach die Einführung der Business Judgement Rule ins Stiftungsrecht vor,¹⁰³ was den Entscheidungsträgern in Stiftungen unter bestimmten Voraussetzungen einen haftungsfreien Ermessensspielraum für unternehmerische Entscheidungen sichern soll. Laut einer Umfrage des Stiftungsverbandes halten über 90 Prozent der im Stiftungspanel befragten Stiftungen die Einführung der Business Judgement Rule mit der Stiftungsrechtsreform für wichtig oder sogar sehr wichtig.¹⁰⁴

7. Case Study: Wie eine Stiftung mit Handlungsstau wieder Erträge erwirtschaften konnte

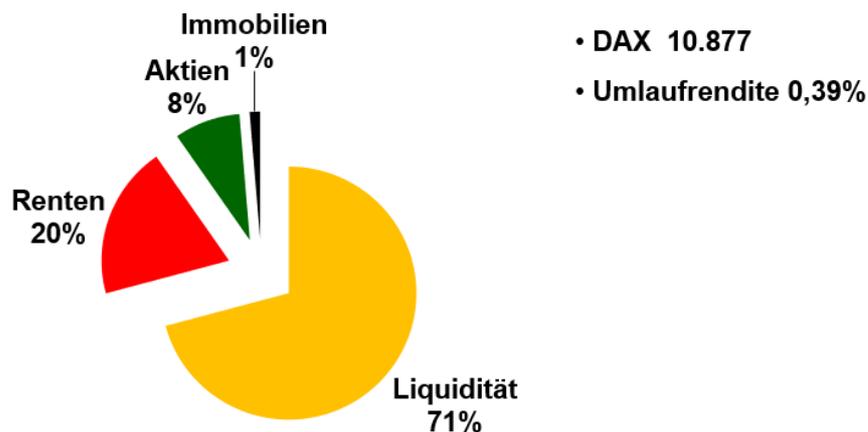
2005 entschloss sich Otto Durner dazu, eine Stiftung zu gründen. Bis 2015 führte er seine Stiftung, danach setzte der damals 82-jährige einen neuen Vorstand ein. Doch dieser tat sich im Niedrigzinsumfeld zunehmend schwer damit, mit der Kapitalanlage umzugehen. Das zeigt ein Blick auf das damalige Portfolio:

¹⁰² Vgl. Paukstadt, M. (2017), S. 2667 ff.

¹⁰³ Vgl. Englert, D. (2019).

¹⁰⁴ Vgl. Kowark, E. et al. (2019).

Abbildung 21: Stiftungsportfolio Otto Durner Stiftung 2015

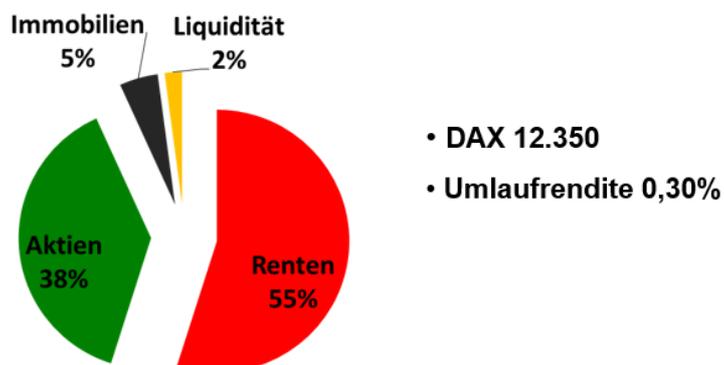


Stiftungsvermögen: € 121.293.--; Jahresertrag 2015: € 1.069.--

Insgesamt bestand es im November 2015 zu 71 Prozent aus Liquidität und zu 20 Prozent aus Rentenpapieren. Der Rest verteilte sich auf Aktien und Immobilien. Damit gelang es einen Jahresertrag von € 1.069 zu erwirtschaften.

In dieser Situation wandte sich Otto Durner an die SOS-Kinderdorf-Stiftung, die in Absprache mit ihm seine Stiftung übernahm. In einem ersten Schritt wurde zusammen mit dem Stifter ein Vermögenskonzept entwickelt und Anlage-richtlinien vereinbart, nach denen das Vermögen angelegt werden sollte. Daraus ergab sich ein Portfolio, das nun zu 55 Prozent aus Euro-Anleihen und zu 38 Prozent aus internationalen Aktien über Aktienfonds besteht, sowie zu fünf Prozent aus Immobilienfonds. Die Liquidität liegt nun nur noch bei zwei Prozent. Damit gelang es 2018 einen Ertrag von € 2.376 zu erwirtschaften, also mehr als doppelt so viel wie 2015.

Abbildung 22: Stiftungsportfolio Otto Durner Stiftung 2018



Stiftungsvermögen: € 128.396.--; Jahresertrag 2018: € 2.376.--

Das Beispiel macht deutlich, dass es selbst für sehr kleine Stiftungen nicht unmöglich ist, im aktuellen Umfeld die Erträge deutlich aufzubessern und damit die Grundlage zu schaffen, um das Kapital real zu erhalten und zugleich den

Stiftungszweck zu erfüllen. Es braucht dafür, wie der Fall der Otto Durner Stiftung zeigt, lediglich einen erweiterten Anlagehorizont und darauf aufbauend Anlagerichtlinien, die eine breitere und flexible Diversifikation des Portfolios ermöglichen.

8. Fazit

Eine Stiftung hat viele Möglichkeiten, um die Erträge zu erwirtschaften, die sie für die Erfüllung ihres Stiftungszwecks benötigt. Wir konnten aufzeigen, dass dies auch in der Niedrigzinsphase möglich ist, da es genügend Alternativen zu klassischen Bundesanleihen gibt. Wichtig ist dabei, sich nicht von den althergebrachten Mythen der Stiftungsführung leiten zu lassen. Wie wir zeigen konnten, sind diese nicht aufrechtzuerhalten und stehen außerdem einer Stiftung bei der Erfüllung ihres Zwecks im Wege.

Für eine Stiftung bedeutet das zum einen, unternehmerisch zu handeln: Es braucht mehr Mut in den eigenen Entscheidungen, mehr Fachkenntnisse über die Kapitalmärkte und mehr Kommunikation mit der Stiftungsaufsicht. Zum anderen braucht es einen Perspektivwechsel: Man darf nicht nur an das Jahresende denken, sondern muss im Blick haben, dass eine Stiftung ihren Zweck auf sehr lange Zeit hin erfüllen soll – Erträge sind also auch nicht nur kurzfristig, sondern auch langfristig zu erzielen.

Das Beispiel der seit Jahrhunderten bestehenden Stiftungen sollte jedem Stiftungsverantwortlichem Mut machen: Diese traditionsreichen Stiftungen wie etwa die Fugger-Stiftung haben es auch in der Zeit ohne Emails, Börsenticker und ohne regulierte Finanzmärkte geschafft, nachhaltig ihren Zweck zu erfüllen und haben dabei weit Schlimmeres überstanden als eine Niedrigzinsphase.

Quellenverzeichnis:

Albert, M. (2017): Welche Geschäftsmodelle wegen Mifid II in Gefahr sind, <https://www.private-banking-magazin.de/mifid-ii-was-die-neuen-spielregeln-bewirken/>, Stand 10.07.2019

Allianz Global Investors (2010): Portfoliooptimierung in der Praxis, 6. aktualisierte Auflage, März 2010.

Allianz Global Investors (2019): Active is: Kapitaleinkommen mit Dividende zu erzielen, Januar 2019.

American Investment Council (2018): 2018 AIC Public Pension Study: Private Equity Delivers Highest Returns for Public Pension Funds, <https://www.investmentcouncil.org/2018-aic-public-pension-study-private-equity-delivers-highest-returns-for-public-pension-funds>, Stand 10.07.2019

AnlegerCampus GmbH (o.J.): Die Moderne Portfolio-Theorie nach Harry M. Markowitz, <http://www.anlegercampus.net/geld-anlegen-ohne-wetten/2-das-abc-erfolgreicher-geldanlage-so-viel-sollten-sie-wissen-ein-ueberblick/die-moderne-portfoliotheorie-nach-markowitz/>, Stand 10.07.2019

Anon. (o.J.): Soziales, Nachhaltigkeit, Umwelt, Ökonomie: Nachhaltige Geldanlagen, <https://www.forum-ng.org/de/nachhaltige-geldanlagen/nachhaltige-geldanlagen.html>, Stand 14.7.2019

Anon. (2018): Jahrhundert-Studie zeigt: So viel verdienen Sie mit Aktien, Immobilien und Gold (2018), Focus Online vom 9.3.2018, https://www.focus.de/finanzen/geldanlage/credit-suisse-analysiert-renditen-seit-1900-jahrhundert-studie-so-viel-verdienen-sie-mit-aktien-immobilien-und-gold_id_8584520.html, Stand 14.7.2019

BASF (2019a): Langfrist-Kurschart der BASF-Aktie seit 1.1.1990, <https://www.basf.com/global/de/investors/share-and-adrs/share-overview/stock-chart.html>, Stand 10.07.2019

BASF (2019b): Dividendenentwicklung und Kapitalmaßnahmen seit 1.1.1990: <https://www.basf.com/global/de/investors/share-and-adrs/dividend.html>, Stand 10.07.2019

Bayerische Staatskanzlei (2008): Bayrisches Stiftungsgesetz, <https://www.gesetze-bayern.de/Content/Document/BayStG-6>, Stand 09.07.2019

Bayerisches Staatsministerium des Innern, für Bau und Verkehr (2017): Leitfaden für die Errichtung einer Stiftung, https://www.stmi.bayern.de/assets/stmi/sug/engagement/leitfaden_010117.pdf, Stand 09.07.2019

Bischoff, A./ Ratajszczak, T. (2017): Stiftungen in der Niedrigzinsphase – Aktuelle Zahlen und Fakten, in: Bundesverband Deutscher Stiftungen, Stiftungsfokus Nr. 11,
https://shop.stiftungen.org/media/mconnect_uploadfiles/s/t/stiftungsfokus-11-stiftungsfinanzen.pdf, Stand 10.07.2019.

Black Rock Investment Management (Netherlands) BV (o.J.): Aktive und passive Anlageformen kombinieren: Der Core-Satellite-Investmentansatz, www.blackrock.com/de/finanzberater-und-banken/advisor-support/beraterkarten/aktive-und-passive-anlageformen-kombinieren?siteEntryPassthrough=true&locale=de_DE&userType=intermediaries, Stand 10.07.2019

boerse.de Finanzportal AG (o.J. a): Dax seit 1959, <https://www.boerse.de/langfristchart/Dax/DE0008469008>, Stand 10.07.2019.

boerse.de Finanzportal AG (o.J. b): Der Konjunkturverlauf, <https://www.boerse.de/grundlagen/fundamentalanalyse/Der-Konjunkturverlauf-3>, Stand 10.07.2019

boerse.de Finanzportal AG (o.J. c): Gold seit 1968, <https://www.boerse.de/langfristchart/Gold/XC0009655157>, Stand 10.07.2019

boerse.de Finanzportal AG (o.J. d): Dax Chart vom 2.1.2018 bis 14.7.2019, <https://www.boerse.de/chart-tool/Dax/DE0008469008>, Stand 14.07.2019

Börse Stuttgart (o.J.): Ratings, https://www.boerse-stuttgart.de/-/media/files/produkte/anleihen/de/boerse-stuttgart_anleihen_ratings.ashx, Stand 10.07.2019

Bürgerliches Gesetzbuch (2019): Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 31. Januar 2019 (BGBl. I S. 54) geändert worden ist, <https://www.gesetze-im-internet.de/bgb/index.html>, Stand 09.07.2019

Bundesverband Deutscher Stiftungen (o.J.): Impact Investing, <https://www.stiftungen.org/stiftungen/basiswissen-stiftungen/stiftungsvermoegen/impact-investing.html>, Stand 14.7.2019.

Bundesverband Deutscher Stiftungen (2010): Fakten zu Stiftungen in Deutschland – von A-Z, https://www.stiftungen.org/uploads/tx_leonhardtfebecm/downloads/Fact_Sheet_Stiftungen.pdf

Bundesverband Deutscher Stiftungen (2013): Info Anlagerichtlinien, <https://www.stiftungen.org/de/stiftungen/basiswissen-stiftungen/stiftungsvermoegen/anlagerichtlinien-fuer-stiftungen.html>, Stand 10.07.2019.

Bundesverband Deutscher Stiftungen (2019): Übersicht Stiftungsdichte, -bestand, -errichtungen und -wachstum 2018 (rechtsfähige Stiftungen des bürgerlichen Rechts),
https://www.stiftungen.org/fileadmin/stiftungen_org/Stiftungen/Zahlen-Daten/2019/Stiftungsbestand-Dichte-Wachstum-2018.pdf, Stand 14.7.2019

Bund-Länder-Arbeitsgruppe (2018): Diskussionsentwurf der Bund-Länder-Arbeitsgruppe „Stiftungsrecht“ für ein Gesetz zur Vereinheitlichung des Stiftungsrechts, 27.02.2018,
https://www.innenministerkonferenz.de/IMK/DE/termine/to-beschluesse/2018-06-08_06/anlage-zu-top-46.pdf?__blob=publicationFile&v=2, Stand 09.07.2019

Braunberger, G. (2010): Strategien von Stiftungen divergieren,
<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/anlagemodelle-strategien-von-stiftungen-divergieren-1768832.html>, Stand 10.07.2019.

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2019): Wertentwicklungstatistik Fondskategorien, 30.04.2019,
https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Statistik/2019_4_30_WE_auf_einen_Blick.pdf, Stand 10.07.2019

Comdirect (2019): BASF,
https://www.comdirect.de/inf/aktien/detail/uebersicht.html?SEARCH_REDIRECT=true&REFERER=search.general&REDIRECT_TYPE=WKN&ID_NOTATION=37886885&SEARCH_VALUE=BASF11, Stand 18.04.2019.

Deutsches Aktieninstitut (o.J.): Renditedreieck, <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/renditedreieck.html>, Stand 10.07.2019.

Deutsches Aktieninstitut (2015): Aktienanlagen in Stiftungen,
https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2015-10-30%20Aktienanlage%20in%20Stiftungen%20FINAL%20Web.pdf, Stand 10.07.2019.

Deutsche Bundesbank (2013): Geld und Geldpolitik,
<https://www.bundesbank.de/de/service/schule-und-bildung/schuelerbuch-geld-und-geldpolitik-digital/preisstabilitaet-614288>, Stand 10.07.2019

Deutsche Finanzagentur (2019): Kurse / Renditen börsennotierter Bundeswertpapiere vom 12.07.19,
https://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/user_upload/institutionelle-investoren/pdf/kredit_renditetabelle.pdf, Stand 12.7.2019.

Dimson, E./ Marsh, P./ Staunton, S. (2017): The Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017,
<https://realestateforums.net/uploads/default/original/2X/6/6f507e741488a2f154402274203eaff68330d40f.pdf>, Stand 14.7.2019

Dimson, E./ Marsh, P./ Staunton, S. (2018): Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns, Yearbook 2018, <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/media/media-release/2018/02/giry-summary-2018.pdf>, Stand 14.7.2019

Dimson, E./ Marsh, P./ Staunton, S. (2019): Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019, February 2019, <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/csri-summary-edition-credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2019.pdf>, Stand 14.7.2019

Dogen, S. (o.J.): Historical Returns Of Different Stock And Bond Portfolio Weightings, <https://www.financialsamurai.com/historical-returns-of-different-stock-bond-portfolio-weightings/>, Stand 09.07.2019

DWS International GmbH (2018): Taugen Immobilien als Inflationsschutz?, <https://www.dws.de/entdecken/themenwelt/sachwerte--immobilien/taugen-immobilien-als-inflationsschutz/>, Stand 10.07.2019

Englert, D. (2019): Stiftungsrechtsreform: Grundsatz des ordentlichen Kaufmanns, www.portfolio-institutionell.de/stiftungsrechtsreform-grundsatz-des-ordentlichen-kaufmanns, Stand 10.07.2019

Europäische Zentralbank (o.J. a): Key ECB interest rates, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html, Stand 09.07.2019

Europäische Zentralbank (o.J. b): Wie funktioniert quantitative Lockerung?, https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.de.html, Stand 09.07.2019

Europäische Zentralbank (2011): Die Geldpolitik der EZB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011de.pdf?0651d17c4b69dd55f5d21d93aa600694>, Stand 10.07.2019

Ferber, M. (2018): Norwegischer Staatsfonds mit hoher Rendite, in: Neue Zürcher Zeitung, 27.2.2018, <https://www.nzz.ch/finanzen/norwegischer-staatsfonds-mit-hoher-rendite-ld.1360942>, Stand 14.7.2019

Finanzen.net (2019): Aktueller Leitzins, <https://www.finanzen.net/leitzins/>, Stand 09.07.2019

Fonds professionell Multimedia GmbH (2013): Korrelationen: So können Sie ihr Portfolio optimal diversifizieren, <https://www.fondsprofessionell.at/news/maerkte/headline/korrelationen-so-koennen-sie-ihr-portfolio-optimal-diversifizieren-112082/>, Stand 10.07.2019

Forum Nachhaltige Geldanlage (2019): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2019, https://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/fng-marktbericht_2019.pdf, Stand 10.07.2019.

Freie und Hansestadt Hamburg (2005): Hamburgisches Stiftungsgesetz vom 14. Dezember 2005, HmbGVBl. 2005, S. 521, <http://www.landesrecht-hamburg.de/jportal/portal/page/bshaprod.psml;jsessionid=F8C1A9E762056E0AAC4893902C1274FA.jp20?showdoccase=1&st=lr&doc.id=jlr-StiftGHArahmen&doc.part=X&doc.origin=bs>, Stand 09.07.2019

French, K./ Poterba, J. (1991): Investor Diversification and International Equity Markets, NBER Working Paper No. 3609, January 1991, National Bureau of Economic Research, Inc.,
<https://econpapers.repec.org/paper/nbrnberwo/3609.htm>, Stand 14.7.2019

Fritz, T./ Paukstadt, M. (2017): Anlagestrategie – Zentrales Element der Vermögensstrategie, <https://www.stiftungen.org/aktuelles/blog-beitraege/teil-2-anlagestrategie-zentrales-element-der-vermoegensanlage.html>, Stand 10.07.2019

Fürstlich und Gräflisch Fuggersche Stiftungs-Administration (o.J.): Die Fuggerei: Seit 500 Jahren einzigartig auf der Welt,
<https://www.fugger.de/singleview/article/seit-500-jahren-einzigartig-auf-der-welt/33.html>, Stand 10.07.2019.

Gilgen, F. (2018): Anlagen im Langzeitvergleich: Was Aktionäre wissen sollten, <https://www.handelszeitung.ch/invest/anlagen-im-langzeitvergleich-was-aktionare-wissen-sollten#>, Stand 10.07.2019

Hale, J. (2016): Nachhaltigkeit bringt keine Performance-Nachteile, <http://www.morningstar.de/de/news/154680/nachhaltigkeit-bringt-keine-performance-nachteile.aspx>, Stand 10.07.2019

Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (2019): Aktuelle HWWI-Konjunkturprognose, 05.06.2019,
http://www.hwwi.org/index.php?id=7199&tx_hwwinews_news%5Bnews%5D=8134&tx_hwwinews_news%5Baction%5D=details&tx_hwwinews_news%5Bcontroller%5D=News&cHash=ef404698580e3ed462fdde59148231dd, Stand 09.07.2019

International Monetary Fund (2018): World Economic Outlook, April 2018: Cyclical Upswing, Structural Change,
<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2018/April/text.ashx>, Stand 14.7.2019

Investmentsparen.net (o.J.): Anleihen,
<https://investmentsparen.net/geldwertanlagen/anleihen/>, Stand 10.07.2019.

Jordà, Ò./ Knoll, K./ Kuvshinov, D./ Schularick, M./ Taylor, A. (2017): The Rate of Return on Everything, 1870-2015, NBER Working Paper Series, No. 24112,
<https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2017-25.pdf>, Stand 14.7.2019

JP Morgan Chase & Co. (2019): Guide to the Markets, Q2 2019,
[http://www.jpmorganassetmanagement.de/de/dms/Guide%20to%20the%20Markets%20Quarterly%20\[MKR\]%20\[CH_DE\].pdf](http://www.jpmorganassetmanagement.de/de/dms/Guide%20to%20the%20Markets%20Quarterly%20[MKR]%20[CH_DE].pdf), Stand 10.07.2019.

Köszegi, M. (2009): Vermögensverwaltung für Stiftungen mit nachhaltigen Kapitalanlagen, Maecenata, Opusculum Nr. 35, Oktober 2009.

Kowark, E./ Alexander, N. (2019): Rückenwind für Reform: Business Judgment Rule erhöht die Sicherheit für Stiftungsorgane, www.stiftungen.org/de/aktuelles/blog-beitraege/business-judgement-rule-erhoeht-sicherheit-fuer-stiftungsorgane.html, Stand 10.07.2019

Masarwah, A. (2019): Der schleichende Tod aktiv verwalteter USA-Aktienfonds, <http://www.morningstar.de/de/news/189148/der-schleichende-tod-aktiv-verwalteter-usa-aktienfonds.aspx>, Stand 10.07.2019

Morgenstern, K. (2016): Gleiche Rendite, weniger Risiko: Häuser schlagen Aktien, Deutsches Institut für Altersvorsorge, www.dia-vorsorge.de/kapitalmaerkte-kapitalanlagen/haeuser-schlagen-aktien-gleiche-rendite-weniger-risiko/, Stand 10.07.2019

Morningstar, Inc. (o.J.): Fonds-Screener, <http://tools.morningstar.de/de/fundscreener/results.aspx?Languageld=de-DE&Universe=FODEU%24%24ALL&Category=EUCA000899&CurrencyId=EUR&URLKey=3hve95cpyh&Site=de>, Stand 10.07.2019

Naumann, M. (2004): Maecenas als Stifter – Bürgergesellschaftliches Engagement in der Kultur. In: Stiftung Lebendige Stadt (Hrsg.): Schriftenreihe Lebendige Stadt, Band 3, Seite 93-98.

Neisius, A. (2015): Stiftungsanlage: Aktienanteil sollte 30 Prozent übersteigen dürfen, <https://www.dasinvestment.com/stiftungsanlage-aktienanteil-sollte-30-prozent-uebersteigen-duerfen/>, Stand 10.07.2019.

Nordrhein-Westfalen (2019), Stiftungsgesetz für das Land Nordrhein-Westfalen (StiftG NRW), vom 15. Februar 2005), GV. NRW. S. 52, in Kraft getreten am 26. Februar 2005; geändert durch Artikel 9 des DL-RL-Gesetzes vom 17. Dezember 2009 (GV. NRW. S. 863), in Kraft getreten am 28. Dezember 2009; Gesetz vom 9. Februar 2010 (GV. NRW. S. 112), in Kraft getreten am 23. Februar 2010, https://recht.nrw.de/lmi/owa/br_text_anzeigen?v_id=1620050302115743036, Stand 10.07.2019

onvista media GmbH (2019): REX – 10-jährige Laufzeiten, www.onvista.de/index/REX-10-JAeHRIGE-LAUFZEITEN-KURS-Index-1919755, Stand 16.05.19

Paukstadt, M. (2017): Anlagerichtlinien für gemeinnützige Stiftungen – Entwicklung und Dokumentation einer wirtschaftlichen Vermögensanlage, in: BetriebsBerater 45/2017.

Sackmann, C. (2018): Kaufkraftverlust ist enorm - So viel ist das Geld aus Ihrem Geburtsjahr heute noch wert, https://www.focus.de/finanzen/news/konjunktur/kaufkraftverlust-ist-enorm-so-viel-sind-100-euro-aus-ihrem-geburtsjahr-heute-noch-wert_id_9936799.html, Stand 10.07.2019

Scope Analysis (2018): Nachhaltiges Investieren: Angebot an nachhaltigen Fonds nimmt stetig zu, <https://www.scopeanalysis.com/ScopeAnalysisApi/api/downloadstudy?id=273ba3b7-3806-4d97-a137-26032c7b5217>, Stand 10.07.2019

Scope Analysis (2019): Aktiv versus Passiv 2018, <https://www.scopeanalysis.com/ScopeAnalysisApi/api/downloadstudy?id=d62e8141-babd-492f-9896-07a54bbd2c2d>, Stand 10.07.2019

Sparkassen-Finanzportal GmbH (o.J.): Das magische Dreieck der Geldanlage, www.sparkasse.de/themen/geldanlage-im-zinstief/magische-dreieck-geldanlage.html, Stand 10.07.2019

Stadt Wemding (o.J.): Spital, <https://www.wemding.de/sehenswertes/spital-19862/>, Stand 10.07.2019.

Statista (2008): Nominale und reale langfristige Zinssätze in der Bundesrepublik Deutschland in den Jahren 1955 bis 1989, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/249685/umfrage/historische-langfristige-zinssaetze-in-der-bundesrepublik-deutschland/>, zuletzt geändert am 14.6.2009, Stand 14.7.2019

Statista (2019): Entwicklung der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen Deutschlands in den Jahren von 1995 bis 2018, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/200193/umfrage/entwicklung-der-rendite-zehnjaehriger-staatsanleihen-in-deutschland/>, zuletzt geändert am 28.05.2019, Stand 09.07.2019

Stiftung Warentest (2019): Bundeswertpapiere: Sicher und gut handelbar, <https://www.test.de/Bundeswertpapier-Pfandbrief-Unternehmensanleihe-Anleihen-im-Test-4440501-4455378/>, Stand 09.07.2019

Stolte, S. (2017): Stiftungs- und Steuerrechtliche Rahmenbedingungen der Vermögensanlage gemeinnütziger Stiftungen, https://www.stiftungswoche.online/der-inhalt/uploads/2017/07/Vermoegensanlage-und-Recht_20170928.pdf, Stand 09.07.2019

Wigand K./ Haase-Theobald C./ Heuel M./ Stolte S. (2009): Allgemeines über Stiftungen, in: Stiftungen in der Praxis, 2. Auflage, Gabler, Wiesbaden, 2009

Impressum**Herausgeber**

SOS-Kinderdorf-Stiftung

Renatastraße 77

80639 München

Telefon 089 12606 - 0

stiftung@sos-kinderdorf.de

www.sos-kinderdorf-stiftung.de

Vi.S.d.P. und Redaktion

Petra Träg, Tobias Bauer

Gestaltung

SOS-Kinderdorf e.V.

© 2019

Kontakt

SOS-Kinderdorf-Stiftung

Petra Träg

Renatastraße 77

80639 München

Telefon 089 12606 – 109

petra.traeg@sos-kinderdorf.de