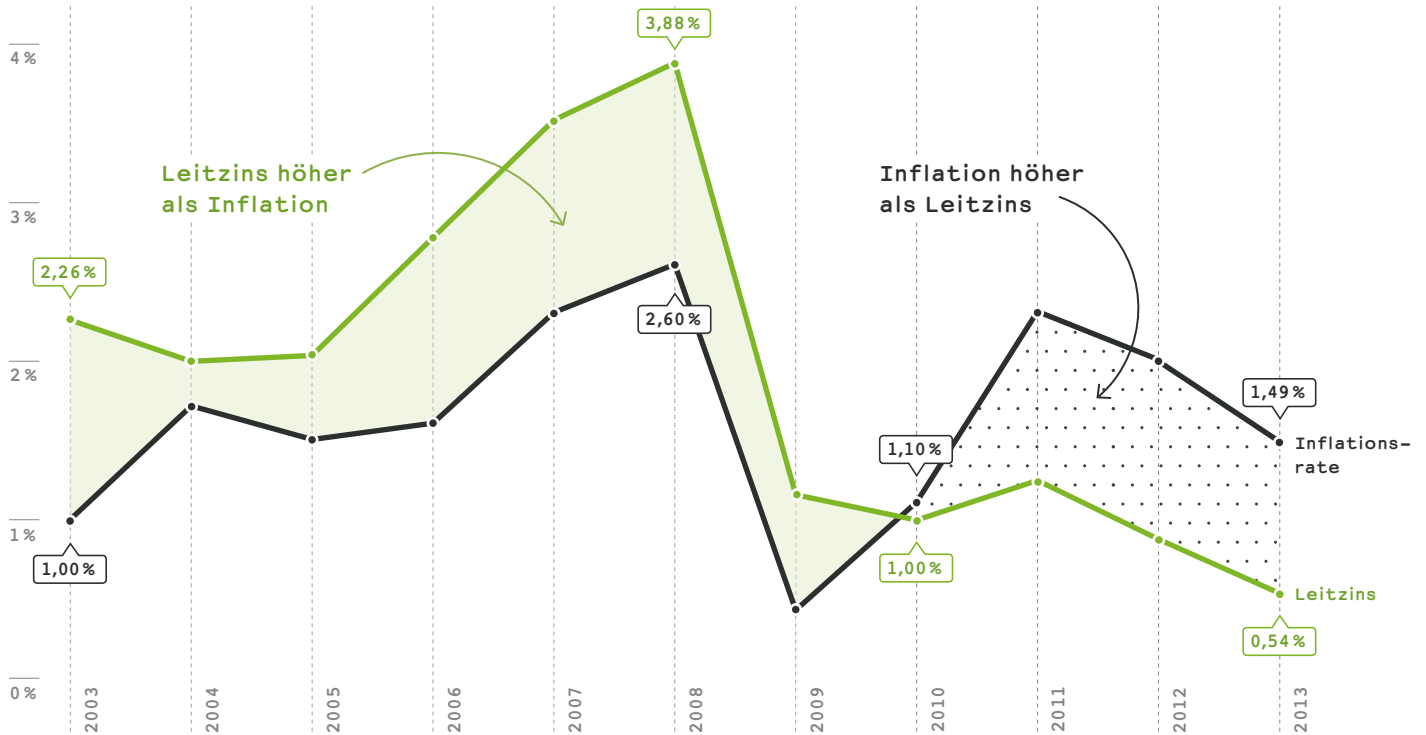


Schwankende Kurse und fallende Zinsen bereiten nicht nur Börsianern Kopfzerbrechen. Zahlreiche Stiftungen in Deutschland und anderswo haben in Krisenzeiten oft schlechte Erträge und können ihre Stiftungsarbeit nur schwer finanzieren.



Magere Jahre für Stiftungen



Entwicklung des Leitzins der EZB und der Inflationsrate Deutschlands 2003 bis 2013

Niedrige Zinsen und hohe Inflation sind für Stiftungen eine besondere Herausforderung. Denn sie sind in Deutschland verpflichtet, das reale Stiftungskapital zu erhalten. Seit 2010 gibt es ernsthafte Probleme: Die Inflationsrate liegt über dem Leitzins und eine Zinswende ist nicht in Sicht.

Quelle: Münchener Rück Stiftung, eigener Entwurf (01/2014);
Datengrundlage: statista (de.statista.com)

Die unkonventionelle Geldpolitik der großen Zentralbanken hilft der globalen Konjunktur. Doch auf Kapitalerträge angewiesene Institutionen wie Stiftungen geraten dadurch immer stärker unter Druck. Das wirft die Frage auf: Wie lassen sich in Zeiten niedriger Zinsen und möglicher Staatspleiten überhaupt vernünftige Erträge erzielen?

Michael E. Bös



Michael E. Bös
ist Stiftungsrat der Münchener Rück Stiftung und
verantwortlich für den Geschäftsbereich
Asset Liability Management (ALM) bei Munich Re.

In Deutschland gibt es rund 20.000 Stiftungen, die ihre Arbeit mehr oder weniger stark aus den Erträgen des Stiftungskapitals finanzieren. Sie leiden darunter, dass die Renditen für „sichere“ Anlagen wie Staatsanleihen guter Bonität in den vergangenen Jahren stark gesunken sind. Das verringert nicht nur den finanziellen Spielraum für Projekte, sondern gefährdet auch das Ziel, das reale Stiftungskapital zu erhalten. Denn dazu müsste die Inflation durch regelmäßige Bildung freier Rücklagen oder stiller Reserven ausgeglichen werden. Doch wie soll das funktionieren, wenn bei angemessenem Risiko kaum Erträge erzielt werden?

Die historisch niedrigen Zinsen sind eine Folge des massiven Markteingriffs der großen Zentralbanken. Die gute Nachricht: Sie verhinderten damit Pleiten großer Staaten, zumindest bis dato. Auf der anderen Seite setzen die Notenbanken aber mit dem Versprechen unlimitierter Anleihekäufe und anderer unkonventioneller Maßnahmen bestimmte Marktmechanismen außer Kraft. Das oft beschworene „too big to fail“ verzerrt die Entscheidungen der Marktteilnehmer, ist doch die Möglichkeit zu scheitern ein wesentlicher Bestandteil unserer Marktwirtschaft. Wird dieses notwendige Korrektiv außer Kraft gesetzt, spiegeln die Preise und Renditen von Vermögenswerten nicht mehr das tatsächliche Risiko wider. Unerwünschte Nebenwirkungen hat auch das Fluten der Märkte mit frisch gedrucktem Geld. Noch zeigt sich die Inflation nicht im täglichen Leben, doch so mancher Ökonom äußert angesichts der Geldschwemme sein Unbehagen.

Wie soll der Vermögensverwalter einer gemeinnützigen Stiftung unter diesen Rahmenbedingungen agieren? Ein genauer Blick auf das eigene Portfolio liefert wichtige Aufschlüsse. Es gilt zunächst zu klären, wie die Kapitalanlagen auf veränderte Markt- und Rahmenbedingungen reagieren und wo Kreditrisiken lauern könnten. Weitere wichtige Indikatoren sind die Aktienquote und die Duration, die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer bei Anleihen. Zurzeit gilt hier: je kürzer, umso besser. Denn kommt eines Tages die unvermeidliche Zinswende, verbuchen Anleihen mit langen Laufzeiten überproportionale Kursverluste.

Manche Stiftungen haben ihrem Vermögensmanagement in den vergangenen Jahren zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt, einige ließen sich wegen vermeintlicher Renditevorteile zu höheren Risiken verleiten. Beide Ansätze führen in die Irre, geht es doch grundsätzlich darum, das Stiftungskapital zu sichern. Wie wichtig diese Priorität ist, zeigt ein Blick in die USA: Dort ringt die Stiftung der Eliteuniversität Harvard immer noch mit den Verlusten aus der Finanzkrise, die sich Schätzungen zufolge zeitweise auf 30 Prozent des Stiftungskapitals summiert hatten. Deshalb gilt: Nur mit einer langfristigen Anlagestrategie und realistischen Renditeerwartungen lässt sich das Ziel Kapitalerhalt erreichen.

In der derzeitigen Marktlage fällt es schwer, befriedigende Erträge bei angemessenen Risiken zu erwirtschaften. Deshalb dürfen sich die Erwartungen nicht an den Ergebnissen früherer Jahre orientieren. Die Münchener Rück Stiftung hat seit 2002 eine Durchschnittsrendite von mehr als vier Prozent per annum erzielt und nie ein Jahr mit Verlusten erlebt – trotz der schwierigen Rahmenbedingungen. Für die nächsten Jahre steht eher der Kapitalerhalt, also die schwarze Null, im Vordergrund. Je nachdem, ob die Zinsen bald ihr historisches Tief hinter sich lassen oder noch längere Zeit auf dem derzeitigen Niveau verharren, ist eine andere Positionierung angesagt. Beide Szenarien erfordern unterschiedliche Strategien, für die man aber schon jetzt die Weichen stellen muss.

Egal unter welchem Szenario lautet eine entscheidende Regel in der Vermögensverwaltung: Kapitalanlagen breit diversifizieren. Das gelingt durch einen Mix aus Unternehmens- und Staatsanleihen aus unterschiedlichen Regionen unter Beimischung von Aktien und Immobilien. Das ist oft leichter gesagt als getan. Denn eine ausgeklügelte und breit streuende Anlagestrategie erfordert Ressourcen, auf die oft nur größere Stiftungen zugreifen können.

Auch wenn man bei der Kapitalanlage alles richtig macht, erschweren die Stiftungsregularien unter den derzeitigen Rahmenbedingungen das Ziel des Kapitalerhalts. Solange nicht mehr als ein Drittel der ordentlichen Erträge für diesen Zweck zurückgelegt werden dürfen, ist das bei Renditen, die kaum die Inflation ausgleichen, nicht zu erreichen. Nötig wäre eine Anpassung des Steuer- sowie des Stiftungsrechts, um den Stiftungen hier mehr Flexibilität einzuräumen. Denn wir sollten uns keinen Illusionen hingeben: Sicherheitsorientierte Anleger stehen weiter vor mageren Jahren. Es bleibt zu hoffen, dass die Aufsicht das veränderte Finanzmarktumfeld berücksichtigt und Stiftungen entsprechend unterstützt.

Die Finanzkrise hält ganz Europa in Atem. Spanien hat die höchste Arbeitslosenquote im Kontinent. Das führt immer wieder zu lautstarken Protesten und Demonstrationen. Und ein Ende der Finanzkrise ist noch nicht in Sicht.

