



Landesrechnungshof
Schleswig-Holstein



Versorgungsfonds

Anlage und Verwaltung
der Mittel und Erträge

Bericht des Landesrechnungshofs
Schleswig-Holstein gemäß § 99 LHO

Kiel, 27. April 2021



Versorgungsfonds

Anlage und Verwaltung der Mittel und Erträge

**Bericht des
Landesrechnungshofs Schleswig-Holstein
gemäß § 99 LHO**

Kiel, 27. April 2021

Inhaltsverzeichnis

1. Versorgungsfonds – Anlage und Verwaltung der Mittel und Erträge	6
1.1 <i>Einleitung</i>	7
1.1.1 Ausgangslage	7
1.1.2 Von der Versorgungsrücklage zum Versorgungsfonds	9
1.1.3 Versorgungsfonds: Ziele und rechtliche Grundlagen	9
1.2 <i>Vermögen des Versorgungsfonds</i>	10
1.2.1 Vermögensbestand Ende 2020: 919 Mio. €	11
1.2.2 Entwicklung des Vermögens	12
1.2.3 Darstellung des Vermögens in der Haushaltsrechnung intransparent	14
1.2.4 Rendite und Risiko	16
1.3 <i>Anlagestrategie</i>	17
1.3.1 Rendite-Risiko-Ausrichtung	17
1.3.2 Portfolio-Management	19
1.4 <i>Risikomanagement</i>	22
1.4.1 Identifikation des Risikos	23
1.4.2 Messung des Risikos	24
1.4.3 Risiko-Steuerung und Überwachung	27
1.5 <i>Ökonomische Bewertung</i>	28
1.5.1 Versorgungsfonds soll zu wirtschaftlicherem Personaleinsatz beitragen	28
1.5.2 Verstetigung der Versorgungslasten: kaum nennenswerte Entlastungen möglich	29

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwicklung der Versorgungsausgaben und Versorgungslasten	7
Abbildung 2: Entwicklung der Versorgungsempfänger von 1990 bis 2032	8
Abbildung 3: Vermögensentwicklung der Versorgungsrücklage und des Versorgungsfonds	13
Abbildung 4: Anlageklassen des gesamten Portfolios nach Jahren	14
Abbildung 5: Risikomanagement	22

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Vermögensbestandteile Ende 2020	11
Tabelle 2: Die 10 größten Aktienanteile des Versorgungsfonds	11
Tabelle 3: Vermögensentwicklung des Versorgungsfonds	12
Tabelle 4: Zusammensetzung der Vermögensentwicklung 2000 bis 2020	13
Tabelle 5: Unterschied zwischen Depotwert und Haushaltsrechnung	15
Tabelle 6: Rendite- und Risikomaße des Gesamtportfolios	17
Tabelle 7: Zuführungs- und Entnahmeplan bis 2032	30

Abkürzungsverzeichnis

BBB	Einstufung des Ausfallrisikos von Anleihen („Lower medium grade“)
ESG	Environmental, Social and Governance; Maß für die Nachhaltigkeit einer Finanzanlage
LHO	Landeshaushaltsordnung
LRH	Landesrechnungshof Schleswig-Holstein
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
p. a.	per annum; annualisierte Rendite
VaR	Value at Risk; ein Risikomaß

Glossar

Aktien	Wertpapier; Anteil eines Unternehmens, üblicherweise an einer Börse gehandelt. Viele Aktien schütten jährliche Dividenden aus, deren Höhe jedoch unsicher ist.
Aktienindex	Spiegelt die Wertentwicklung eines größeren Aktienportfolios wieder.
Anleihe	Wertpapier mit einer festen Laufzeit. Der Inhaber einer Anleihe hat Anspruch auf eine nominal fixe Zahlung am Ende der Laufzeit, den Nominalwert. Meist erhält der Inhaber einer Anleihe zudem jährliche „Zinszahlungen“, den sogenannten Kupon.
Ausfallrisiko	Die Möglichkeit, dass der Emittent einer Anleihe am Ende nicht in der Lage ist, den Nominalbetrag am Ende der Laufzeit oder den Kupon zurückzuzahlen.
Barwert	Heutiger Gegenwartswert eines zukünftigen Zahlungsstroms.
Bonität	Synonym für Emittenten mit einem guten → <i>Rating</i> .
Dividende	→ <i>Aktien</i>
Emittent	Herausgeber eines Wertpapiers, also z. B. einer Aktie oder einer Anleihe.
ESG	Abkürzung für E nvironmental, S ocial und G overnance. Das sind ökologische, soziale und Unternehmensführungs-Aspekte, anhand derer die Nachhaltigkeit einer Finanzanlage beurteilt wird.
Kernzinsszenario	Wird vom Finanzministerium als Basisszenario für die künftige Zinsentwicklung verwendet.
Kupon	→ <i>Anleihe</i>
Nominalwert	→ <i>Anleihe</i>
Rating	Ein von spezialisierten Agenturen herausgegebene Einschätzung über das → <i>Ausfallrisiko</i> einer Anleihe. Wird anhand statistischer Verfahren und subjektiver Einschätzungen erstellt.
Rendite	Prozentuale Wertentwicklung eines Vermögensgegenstandes in einem bestimmten Zeitraum (oft: jährlich).

Risiko	Bezeichnet wahlweise die Unsicherheit über zukünftige Ereignisse, als auch die Möglichkeit des Eintretens unerwünschter Ereignisse.
Simulationsmodell	Hier: ein statistisches Modell der Finanzmärkte. Die Parameter eines Modells werden oft anhand historischer Daten kalibriert, um dann mögliche zukünftige Verläufe abzubilden.
Value at Risk	Kurz: VaR. Entspricht dem maximal möglichen Wertverlust, der unter „normalen Umständen“ auftreten kann. Unberücksichtigt bleiben dabei extrem schlechte Jahre, deren Eintrittswahrscheinlichkeit oft bei 1 % angelegt wird.
Wahrscheinlichkeit	Einschätzung über die relative Häufigkeit, mit der ein Ereignis eintritt, wenn der zu diesem Ereignis führende Prozess sehr oft wiederholt wird. Beispielsweise $\frac{1}{2}$ für das Ereignis „Kopf“ beim Münzwurf.
Wertpapier	Oberbegriff für einen Vermögenstitel, z. B. eine Aktie oder eine Anleihe.

1. Versorgungsfonds – Anlage und Verwaltung der Mittel und Erträge

Die Ausgaben des Landes Schleswig-Holstein für die Versorgung seiner Beamten, Richter und sonstigen Amtsträger sind in den vergangenen Jahrzehnten erheblich gestiegen, von 400 Mio. € in 1990 auf rund 1,4 Mrd. € in 2020.

Diese Entwicklung wird sich auch in den nächsten Jahren weiter fortsetzen: Bis 2032 plant die Landesregierung mit einem Anstieg der Versorgungsausgaben auf 2,1 Mrd. €.

Bislang hat die Landesregierung keine langfristige Prognose der zu erwartenden Versorgungslasten über 2032 hinaus vorgelegt. Eine solche Planung ist aber notwendig, damit der Landtag sowohl über die Höhe der Zuführungen zum Versorgungsfonds als auch über die Grundzüge der Anlagestrategie entscheiden kann.

Der LRH fordert die Landesregierung daher auf, ein langfristiges Konzept für die Finanzierung der Versorgungsausgaben und den Versorgungsfonds vorzulegen.

Angesichts des höheren Risikos rät der LRH davon ab, die angestrebte Erhöhung der Aktienquote von 30 auf 50 % vorzunehmen. Die beste Vorsorge gegen ausufernde Versorgungslasten ist, künftig die Planstellen auf das notwendige Maß zu beschränken.

Das Finanzministerium sollte das Vermögen des Versorgungsfonds von derzeit 919 Mio. € transparenter darstellen. Anders als bisher sollte die Haushaltsrechnung nicht nur die Aktien, sondern auch die Anleihen zu ihrem Marktwert ausweisen. Nur so kann der Landtag die tatsächliche Vermögenslage des Versorgungsfonds nachvollziehen.

Das Finanzministerium sollte die internen statistischen Modelle zum Risiko-Controlling regelmäßig validieren und gegebenenfalls anpassen.

1.1 Einleitung

Der LRH hat den Versorgungsfonds in 2020 geprüft. Im Mittelpunkt der Prüfung standen insbesondere

- die Vermögensentwicklung und die Darstellung des Vermögens in der Haushaltsrechnung des Landes,
- die Anlagestrategie,
- das Risikomanagement sowie
- eine ökonomische Bewertung.

1.1.1 Ausgangslage

Die Ausgaben des Landes Schleswig-Holstein für die Versorgung seiner Beamten, Richter und sonstigen Amtsträger (kurz: Versorgungsausgaben) sind in den vergangenen Jahrzehnten erheblich gestiegen, von 400 Mio. € in 1990 auf rund 1,4 Mrd. € in 2020.

Diese Entwicklung wird sich auch in den nächsten Jahren weiter fortsetzen: Bis 2032 plant die Landesregierung mit einem Anstieg der Versorgungsausgaben auf 2,1 Mrd. €. ¹

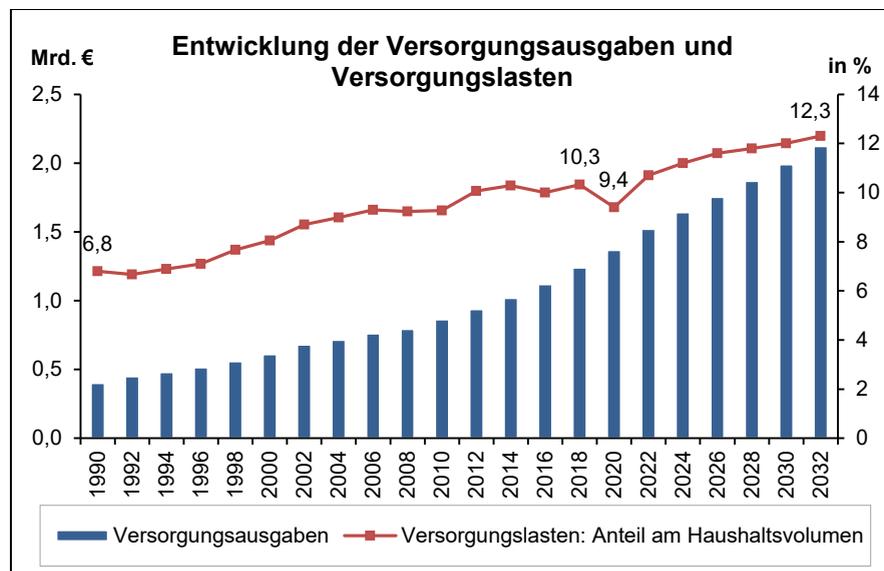


Abbildung 1 Entwicklung der Versorgungsausgaben und Versorgungslasten

Quelle: LRH. Bis 2018 Ist-Zahlen, ab 2020 Planzahlen der Landesregierung aus Landtagsdrucksache 19/2648. Haushaltsvolumen: Gesamtausgaben abzüglich Tilgungsausgaben am Kreditmarkt und Zuführungen an Rücklagen.

Die stetig steigenden Versorgungsausgaben belasten den Landeshaushalt erheblich. Musste Schleswig-Holstein 1990 noch rund 6,8 % des Haus-

¹ Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648.

haltungsvolumens für die Versorgung seiner Beamtinnen und Beamten aufwenden, waren es 2018 bereits rund 10,3 %. Bis 2032 sollen die Versorgungslasten voraussichtlich auf 12,3 % steigen. Im Vergleich zu 1990 hätten sie sich damit fast verdoppelt. Der Rückgang des Anteils auf 9,4 % in 2020 beruht nicht auf geringeren Versorgungsausgaben, sondern einer erheblichen Ausweitung des Haushaltsvolumens infolge der Corona-Pandemie.

Der Anstieg der Versorgungsausgaben ist insbesondere auf die Ausweitung der Planstellen um 20.000 in den 1960er und 1970er Jahren zurückzuführen.¹ Vor allem im Bildungsbereich hatte das Land neue Stellen geschaffen, um auf erhöhte Schülerzahlen durch den sogenannten Babyboom zu reagieren.² Weil diese Beamten nach und nach pensioniert wurden, hat sich die Zahl der Versorgungsempfänger bereits in den letzten Jahren stark erhöht, von 18.286 in 1990 auf 36.014 in 2020. Sie wird nach den Prognosen der Landesregierung bis mindestens 2032 weiter steigen, auf dann 43.927.

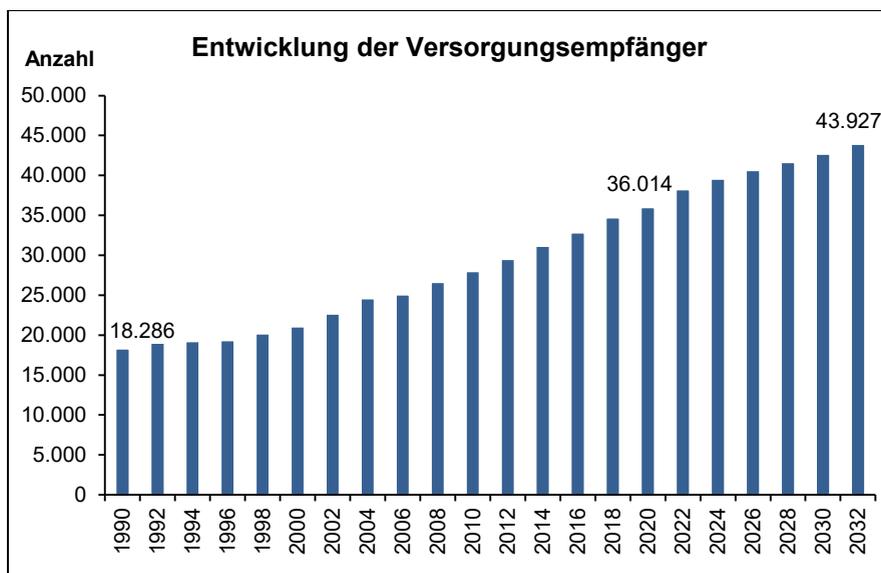


Abbildung 2 Entwicklung der Versorgungsempfänger von 1990 bis 2032

Quelle: LRH, Haushaltspläne 1990-2020, ab 2020 Planzahlen des Finanzministeriums. Stand jeweils 01.01.

In geringerem Ausmaß hat auch eine gestiegene Lebenserwartung - und damit ein längerer Bezug von Versorgungsleistungen - zur Erhöhung der Versorgungsausgaben beigetragen. Das Statistische Bundesamt geht

¹ Vgl. *Statistisches Amt für Hamburg und Schleswig-Holstein*, Statistische Jahrbücher 1960 bis 1985.

² Vgl. *Statistisches Bundesamt*, Wirtschaft und Statistik, März 2014, S. 184.

davon aus, dass die durchschnittliche Lebenserwartung in Deutschland auch in Zukunft weiter ansteigen wird.¹

1.1.2 Von der Versorgungsrücklage zum Versorgungsfonds

Um die Versorgungsleistungen angesichts der steigenden Anzahl an Versorgungsempfängern sicherzustellen, hatte Schleswig-Holstein von 1999 bis 2017 eine Versorgungsrücklage² in Höhe von insgesamt 652 Mio. €³ aufgebaut. Dazu wurden die Besoldungs- und Versorgungsanpassungen in mehreren Schritten um jeweils 0,2 %-Punkte verringert. Damit ist für die Beamten und Versorgungsempfänger dauerhaft ein um 2 % niedrigeres Besoldungs- und Versorgungsniveau verbunden. Den Unterschiedsbetrag von zuletzt 79 Mio. € führt das Land aus dem Haushalt an die Versorgungsrücklage bzw. an den Versorgungsfonds zu.

Ursprünglich war vorgesehen, die Mittel der Versorgungsrücklage über einen Zeitraum von 15 Jahren einzusetzen. Für diesen Zeitraum ging die Landesregierung von einer vorübergehenden Belastungsspitze aus. Diese Annahme hat die Landesregierung 2016 als nicht länger zutreffend angesehen.⁴ Vielmehr sei über einen längeren Zeitraum mit weiter steigenden Versorgungsausgaben zu rechnen.

Deshalb hat die Landesregierung ihr Vorsorgekonzept mit der Errichtung des Versorgungsfonds ab 2018 neu ausgerichtet.

1.1.3 Versorgungsfonds: Ziele und rechtliche Grundlagen

Ziel des Versorgungsfonds ist die Finanzierung zukünftiger Versorgungsaufwendungen des Landes.⁵ Wie der Versorgungsrücklage kommt dem Fonds dabei bislang lediglich eine ergänzende Funktion zu.⁶ Den Großteil der Versorgungsausgaben finanziert Schleswig-Holstein weiterhin aus laufenden Einnahmen.

So kann das Land dem Versorgungsfonds bis 2027 Mittel entnehmen, um den jährlichen Anstieg der Versorgungsausgaben im Haushalt auf 1,5 % zu begrenzen. Dabei darf das Vermögen des Fonds den Nominalwert zum

¹ Vgl. *Statistisches Bundesamt*, Annahmen und Ergebnisse der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung.

² Vgl. Gesetz über eine Versorgungsrücklage für den Bereich des Landes Schleswig-Holstein (Versorgungsrücklagengesetz) vom 18.05.1999, GVOBl. Schl.-H. S. 113.

³ Marktwert der Versorgungsrücklage zum 31.12.2017.

⁴ Vgl. Landtagsdrucksache 18/4706, S. 3.

⁵ Vgl. Gesetz über die Errichtung eines Versorgungsfonds des Landes Schleswig-Holstein (Versorgungsfondsgesetz) vom 14.03.2017, GVOBl. Schl.-H. S. 137.

⁶ Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648, S. 4.

01.01.2018 von annähernd 640 Mio. € nicht unterschreiten. Bei der Berechnung dieser Wertuntergrenze ist die Inflation zu berücksichtigen.

Von 2018 bis 2027 werden dem Versorgungsfonds Mittel nach Maßgabe des Haushaltsplans zugeführt. Richtgröße bildet die für das Jahr 2017 geleistete Zuführung an die Versorgungsrücklage von 79 Mio. €. Seit 2020 sind zudem für die neu in den Landesdienst tretenden Beamten, Richter und sonstigen Amtsträger 1.200 € pro Jahr an den Versorgungsfonds zuzuführen.

Mit der Verwaltung und Anlage der Mittel des Versorgungsfonds hat das Finanzministerium die Deutsche Bundesbank beauftragt. Das Vermögen ist auf Basis eines passiven Strategieansatzes anzulegen. Dabei sind die Kernaspekte Sicherheit, Rentabilität und Liquidität zu berücksichtigen. Näheres hat das Finanzministerium in den allgemeinen Anlagerichtlinien für die Verwaltung des Versorgungsfonds festgelegt.

Mit der Errichtung des Versorgungsfonds ist es zulässig, bis zu 30 % des Vermögens in Aktien zu investieren. Das Anlagenspektrum der Versorgungsrücklage war hingegen auf öffentliche Schuldverschreibungen beschränkt.

Beim Finanzministerium wurde ein Anlageausschuss gebildet. Dieser legt die Anlagestrategie fest und macht Vorgaben für die Anlageentscheidungen.

1.2 **Vermögen des Versorgungsfonds**

Der folgende Abschnitt stellt das Vermögen des Versorgungsfonds und dessen Entwicklung im Zeitablauf dar. Daneben werden Rendite und Risiko des Gesamtportfolios analysiert.

1.2.1 Vermögensbestand Ende 2020: 919 Mio. €

Das Vermögen des Versorgungsfonds betrug Ende 2020 rund 919 Mio. € zu Marktpreisen. Dieses teilt sich wie folgt auf:

Tabelle 1: Vermögensbestandteile Ende 2020

Anlageklasse	Marktwert (Mio. €)	Anteil in %
Teilportfolio „Renten“	637,0	69
Teilportfolio „Aktien“	240,9	26
Kassenbestand	41,5	5
gesamt	919	100

Datenquelle: Jahresbericht 2020 der Bundesbank an das Finanzministerium. Bei eigener Summenbildung können Differenzen infolge von Rundungen auftreten. Stand: 31.12.2020.

Das Teilportfolio „Renten“ enthält sowohl eigene Anleihen des Landes als auch Anleihen anderer Emittenten. Bei diesen sonstigen Anleihen handelt es sich fast ausschließlich um mit Immobilien besicherte Pfandbriefe. Diese sind überwiegend in die höchste Bonitätskategorie AAA eingestuft und gelten damit langfristig als sehr sicher.

Das Teilportfolio „Aktien“ bestand Ende 2020 aus 49 Einzeltiteln. Der jeweilige Anteil ist durch den Aktienindex „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50“ vorgegeben (kurz: „Solactive Index“). Die Firmenanteile in diesem Aktienindex beruhen neben dem Unternehmenswert auch auf sogenannten Nachhaltigkeitskriterien.

Tabelle 2: Die 10 größten Aktienanteile des Versorgungsfonds

Unternehmen	Branche	Marktwert (Mio. €)	Anteil am Aktienportfolio in %
ASML Holding	Halbleiter	14,1	6
Allianz	Versicherung, Finanzen	12,2	5
Philips	Elektronik	12,1	5
Infineon	Halbleiter	11,6	5
Schneider Electric	Elektrotechnik	10,3	4
BMW	Automobilhersteller	10,0	4
L'Oréal	Kosmetik	9,5	4
Merck	Chemie, Pharmaka	9,1	4
Michelin	Automobilzulieferer	9,0	4
Amadeus IT Group	Software	8,4	3
Summe		106	44

Quelle: Jahresbericht 2020 der Bundesbank an das Finanzministerium. Bei eigener Summenbildung können Differenzen in Folge von Rundungen auftreten. Stand 31.12.2020.

1.2.2 Entwicklung des Vermögens

Das Vermögen des Versorgungsfonds ist in den letzten Jahren stetig angewachsen. Den weitaus größten Anteil am Vermögenszuwachs hatten die Zuführungen aus dem Landeshaushalt. Kapitalerträge und Bewertungsgewinne trugen nur in geringerem Maße zum Vermögenszuwachs bei. Die Gebühren, Steuern und Entgelte sind im Verhältnis zum Anlagevolumen gering.

In Tabelle 3 wird der Marktwert des Versorgungsfonds in den Jahren 2018 bis 2020 dargestellt. Der Marktwert einer Anleihe entspricht ihrem Verkaufserlös, der heute auf dem Markt erzielt werden könnte.

Tabelle 3: Vermögensentwicklung des Versorgungsfonds

in Mio. €	2018	2019	2020
Marktwert 02.01.	651,7	715,1	824,0
Nettozuführungen	66,0	74,0	70,4
Zinserträge	7,0	5,1	4,6
Dividenden	0,1	2,5	3,6
(-) sonstige Kosten*	0,1	0,2	0,3
Bewertungsergebnis	- 9,6	27,5	17,1
Marktwert 31.12.	715	824	919

* sonstige Kosten: Gebühren, Finanztransaktionssteuern und Entgelte.

Quelle: Jahresberichte der Bundesbank an das Finanzministerium; Haushaltsrechnungen. Bei eigener Summenbildung können Differenzen infolge von Rundungen auftreten.

Seit 2018 sind die Zinserträge gesunken und die Dividenden gestiegen. Hierin spiegeln sich die Aktienkäufe und die niedrigen Zinsen wider.

Das Bewertungsergebnis spiegelt Kursgewinne und -verluste von Aktien und Anleihen wider. Im Bewertungsergebnis sind nicht nur buchmäßige, sondern auch tatsächlich realisierte Gewinne oder Verluste enthalten. Denn im Rahmen der passiven Anlagestrategie müssen Einzeltitel veräußert werden, wenn sich die Zusammensetzung des Solactive Index ändert. Beispielsweise verkaufte der Versorgungsfonds am 16.07.2019 seine Aktien der Fresenius und Fresenius Medical Care für insgesamt 3,7 Mio. €, die er seit 2018 erworben hatte. Der letzte Kauf erfolgte am 17.06.2019. Insgesamt kostete der Erwerb 4,3 Mio. €. Durch den Verkauf wurden Verluste von 593.000 € tatsächlich realisiert.

Das Vermögen der Versorgungsrücklage und ab 2018 des Versorgungsfonds hat sich seit 2000 wie folgt entwickelt:

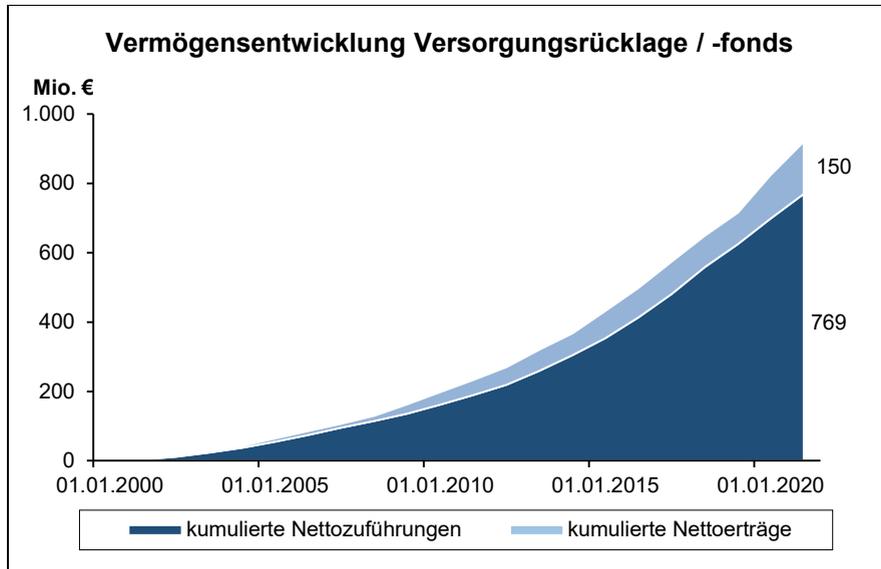


Abbildung 3 Vermögensentwicklung der Versorgungsrücklage und des Versorgungsfonds
Vermögensentwicklung der Versorgungsrücklage (bis 2017) und des Versorgungsfonds ab 2018, jeweils Marktwerte.

Quelle: Haushaltsrechnungen des Landes 1999 - 2019, Portfolio-Berichte der Bundesbank an das Finanzministerium, eigene Darstellung.

Der größte Teil der Wertzuwächse stammt aus jährlichen Zuführungen aus dem Landeshaushalt.¹ Kapitalerträge führten in dieser Zeit zu einer effektiven jährlichen Rendite von ca. 2,7 % und trugen so in geringem Maße zum Vermögensaufbau bei.

**Tabelle 4: Zusammensetzung der Vermögensentwicklung
2000 bis 2020**

Bestandteile	in Mio. €
Nettozuführungen	769,2
Nettoerträge (inkl. Bewertungsergebnis)	150,3
Marktwert 31.12.2020	919

Quelle: Jahresberichte der Bundesbank an das Finanzministerium; Haushaltsrechnungen 1999 - 2019. Bei eigener Summenbildung können Differenzen infolge von Rundungen auftreten.

Die Mittel der Versorgungsrücklage wurden zunächst ausschließlich in landeseigene Anleihen angelegt. Dies war faktisch ein Nullsummenspiel, da die Zinserträge des Fonds in etwa den Finanzierungskosten des Landes entsprachen.

Seit der Errichtung des Versorgungsfonds 2018 ist der Anteil eigener Anleihen am Gesamtportfolio auf 28 % gesunken:

¹ Vgl. Tz. 1.1.2.

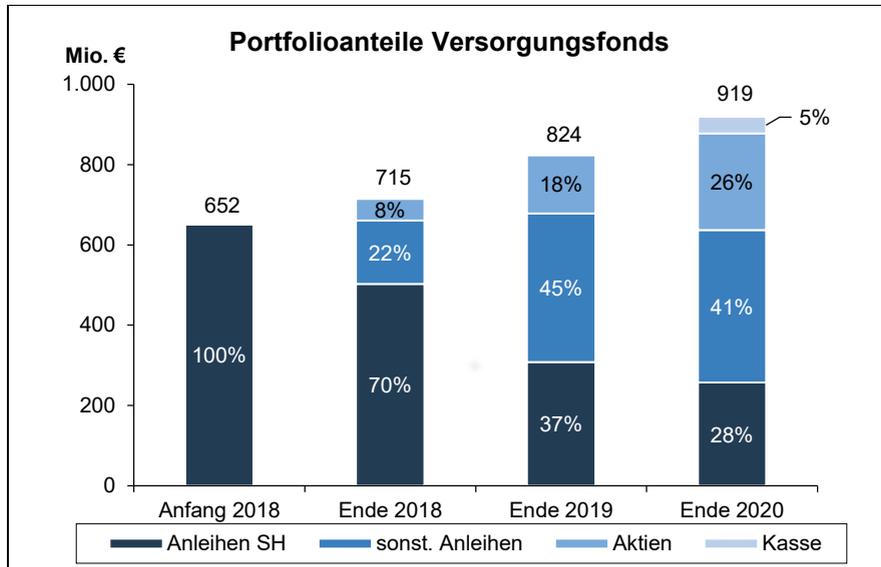


Abbildung 4 Anlageklassen des gesamten Portfolios nach Jahren

Quelle: Jahresberichte der Bundesbank an das Finanzministerium, eigene Darstellung.

Gleichzeitig hat das Land den Anteil der Anleihen anderer Emittenten, z. B. Pfandbriefbanken, auf 41 % deutlich ausgeweitet. Daneben begann der schrittweise Aufbau des Aktienportfolios, von anfangs 8 % auf 26 % Ende 2020.

1.2.3 Darstellung des Vermögens in der Haushaltsrechnung intransparent

Nach dem Versorgungsfondsgesetz Schleswig-Holstein sind der Bestand des Sondervermögens einschließlich der Forderungen und Verbindlichkeiten sowie der Einnahmen und Ausgaben nachzuweisen; eine entsprechende Regelung galt schon für die Versorgungsrücklage.¹

Bis zum 31.12.2017, also noch in der Phase der Versorgungsrücklage, wies die Haushaltsrechnung die Wertpapierbestände zu Marktwerten aus.

Seit dem 01.01.2018 stellt das Finanzministerium die Werte der einzelnen Portfolio-Bestandteile unterschiedlich dar. Während die Haushaltsrechnung das Teilportfolio „Aktien“ zu Marktwerten ausweist, gibt sie die anderen Wertpapiere aus dem Teilportfolio „Renten“ (Anleihen, Schuldverschreibungen) zu ihren Nominalwerten an. Anders als der Marktwert, der abhängig von der Zinsentwicklung schwankt, ändert sich der Nominalwert einer Anleihe nicht.

¹ Vgl. § 8 Abs. 2 Versorgungsfondsgesetz und § 10 Abs. 2 Landesversorgungsrücklagen-gesetz.

Durch die Entscheidung des Finanzministeriums weicht das in der Haushaltsrechnung dargestellte Vermögen vom tatsächlichen Marktwert ab:

Tabelle 5: Unterschied zwischen Depotwert und Haushaltsrechnung

Teilportfolio „Renten“, 31.12.	2017	2018	2019	2020
Marktwert in Mio. €	652,1	660,8	678,6	637,0
Wert lt. Haushaltsrechnung *	652,1	647,2	657,2	607,8
Unterschied	0,0	13,6	21,4	29,3

* Für 2020 Nominalwert lt. Portfolio-Bericht der Bundesbank.

Quelle: Jahresberichte der Bundesbank an das Finanzministerium. Bei eigener Summenbildung können Differenzen in Folge von Rundungen auftreten.

Zudem berichtet das Finanzministerium auch nur für das Teilportfolio „Aktien“ über Kursverluste (2018: - 6,1 Mio. €) bzw. -gewinne (2019: + 15,9 Mio. €). Tatsächlich waren die Verluste und Gewinne jedoch höher.

Der Landtag wird damit nur unzureichend über die tatsächliche Vermögenslage des Versorgungsfonds informiert. Denn nur die Marktwerte geben den am Markt erzielbaren Verkaufserlös wieder. Die Darstellung erschwert zudem einen Vergleich mit dem Vermögensbestand der Vorjahre.

Deshalb sollte das Finanzministerium in den Haushaltsrechnungen ab 2020 auch den Wert des Teilportfolios „Renten“ zu Marktpreisen sowie dessen Bewertungsänderungen ausweisen. Der Nominalwert könnte nachrichtlich aufgeführt werden.

Das **Finanzministerium** begründet die gewählte Darstellung des Teilportfolios „Renten“ mit dem passiven Strategieansatz bei der Geldanlage. Der Marktwert besitze für den Versorgungsfonds keine steuerungsrelevanten Informationen, da nicht die Absicht bestehe, Anleihen vor Fälligkeit am Markt zu verkaufen. Ein Ausweis des Anleihebestandes des Versorgungsfonds zum stichtagsbezogenen Marktwert sei daher vor dem Hintergrund der passiven Anlagestrategie unzweckmäßig und irreführend.

Der **LRH** bleibt bei seiner Feststellung. Ein Ausweis des Marktwertes in der Haushaltsrechnung ist keineswegs irreführend. Im Gegenteil: Letztlich entscheidet der Landtag über die Verwendung der Mittel des Versorgungsfonds. Diese Entscheidung kann er nur in Kenntnis des Marktwertes treffen. Dabei spielt es keine Rolle, ob dieser für die Steuerung der Anlagestrategie relevant ist oder nicht.

1.2.4 Rendite und Risiko

Die beiden entscheidenden Kennzahlen von Finanzanlagen sind Rendite und Risiko.

Die untenstehende Tabelle 6 stellt die zeitgewichteten Renditen des Versorgungsfonds sowie der Teilportfolios „Renten“ und „Aktien“ dar. Bei der zeitgewichteten Rendite wurden die Mittelzuflüsse aus dem Landeshaushalt herausgerechnet; diese stellen keinen Ertrag dar, sondern erhöhen lediglich das Vermögen. Seit Anfang 2018 erzielte das Gesamtportfolio eine durchschnittliche Rendite von 2,37 % pro Jahr. Die Rendite im Teilportfolio „Aktien“ betrug im Durchschnitt 1,50 %, im Teilportfolio „Renten“ 1,61 %. Die geringeren Renditen der beiden Teilportfolios im Vergleich zur Gesamrendite erklären sich im Wesentlichen dadurch, dass der Aktienanteil am Gesamtportfolio seit 2019 deutlich erhöht wurde. Dadurch wirkt sich die sehr gute Aktienrendite 2019 von 23% stark auf die Gesamrendite aus.

Allgemein gilt, dass mit zunehmendem Aktienanteil auch das Risiko steigt. Ein gängiges Maß für das Risiko einer Vermögensanlage ist der sogenannte Value at Risk (VaR). Er ermöglicht eine aggregierte Sicht auf die Marktpreisrisiken des Gesamtportfolios. Dieses Risikomaß ist dargestellt in Tabelle 6 und beruht auf Berechnungen der Deutschen Bundesbank jeweils zum Jahresende.

Der VaR entspricht dem maximal möglichen Wertverlust, der unter „normalen Umständen“ entstehen kann. Unberücksichtigt bleiben dabei extrem schlechte Jahre, die statistisch seltener als einmal im Jahrhundert auftreten. Der VaR wird statistisch geschätzt und unterliegt daher einer gewissen Schätz- und Modellunsicherheit. In Abhängigkeit von der Portfoliozusammensetzung und vom jeweiligen Marktumfeld ändert er sich von Jahr zu Jahr. Ende 2020 betrug der VaR 9,41 % oder 86,5 Mio. €. Das heißt, dass nach derzeitigem Stand statistisch betrachtet in etwa einem von 100 Jahren Wertverluste auftreten können, die größer als 86,5 Mio. € sind.

Tabelle 6: Rendite- und Risikomaße des Gesamtportfolios

	2018	2019	2020	gesamt (p.a.)
zeitgewichtete Rendite (in %) *				
Gesamtportfolio	-0,37	4,77	2,75	2,37
Teilportfolio „Renten“	0,50	2,50	1,84	1,61
Teilportfolio „Aktien“ **	-17,01	23,25	1,54	1,50
Risiko (99% Value at Risk pro Jahr)				
in % des Gesamtportfolios	3,14	5,86	9,41	
in Mio. €	22,5	48,3	86,5	

* geometrisches Mittel der Tagesrenditen, mit der Methode act/365 auf einen Ein-Jahreszeitraum skaliert; ** abweichender Zeitraum ab dem 15.06.2018. Datengrundlage: Jahresberichte der Bundesbank an das Finanzministerium.

Aus diesem Vermögensrisiko leitet sich auch ein Risiko für die jährlichen Haushalte ab. Denn bei ungünstiger Wertentwicklung besteht die Gefahr, dass die Mittel aus dem Versorgungsfonds, die zur Deckung von Pensionsausgaben eingeplant waren, nicht mehr zur Verfügung stehen.

1.3 **Anlagestrategie**

Eine wirtschaftliche Kapitalanlage sollte zu einem gegebenen Risikoniveau und unter Berücksichtigung der Liquiditätsplanung eine möglichst große Rendite erzielen.¹ Diese maximal erzielbare Rendite steigt mit zunehmendem Risiko an. Daher besteht bei einer wirtschaftlich effizienten Anlagestrategie zwischen beiden Größen ein Zielkonflikt: Die erwartete Rendite kann nur gesteigert werden, indem gleichzeitig das Risiko erhöht wird. Eine Bewertung der Anlagestrategie muss daher beide Aspekte beleuchten: die Rendite-Risiko-Ausrichtung und das Portfolio-Management. Darunter ist die Umsetzung der Rendite-Risiko-Ausrichtung in konkrete Investitionsentscheidungen zu verstehen.

1.3.1 **Rendite-Risiko-Ausrichtung**

Aktien erzielen im langfristigen Mittel eine höhere Rendite als Anleihen, sind aber auch eine riskantere Anlageform. Das heißt, dass sowohl starke Kursverluste als auch große Kursgewinne deutlich öfter auftreten. Die zentrale Stellgröße für die Wahl zwischen Rendite und Risiko ist daher der Anteil der Aktien am Gesamtportfolio.

¹ Vgl. § 3 Abs. 2 Versorgungsfondsgesetz.

Derzeit darf der Aktienanteil laut Versorgungsfondsgesetz¹ und den hierzu erlassenen Anlagerichtlinien maximal 30 % betragen. Das Finanzministerium erwartet dadurch gegenüber einem reinen Anleihen-Portfolio bis Ende 2032 einen Mehrwert von rund 185 Mio. €, also ca. 15 Mio. € pro Jahr.²

Wegen des derzeit niedrigen Zinsniveaus für Anleihen sind bei einem Aktienanteil von 30 % nur geringe Renditen für das Gesamtportfolio des Versorgungsfonds zu erwarten. Das Finanzministerium spricht sich deshalb dafür aus, die maximal zulässige Aktienquote auf 50 % anzuheben. Gegenüber der bisherigen maximalen Aktienquote von 30 % rechnet das Finanzministerium mit einem Mehrwert von 90 Mio. € bis Ende 2032.³ Das sind ca. 7,5 Mio. € pro Jahr. Darüber hinaus empfiehlt das Finanzministerium eine Absenkung des Mindest-Ratings von Anleihen auf BBB und eine Ausweitung des Anlagespektrums auf weitere, riskantere Anlageklassen.⁴

Die *Höhe* der Aktienquote ist das Ergebnis der Abwägung zwischen Risiko und Rendite und damit letztlich eine politische Entscheidung. Sie hängt entscheidend von den Risikopräferenzen der Landesregierung ab. Durch die geplante Änderung der Anlagestrategie würde das Risiko für die Wertentwicklung des Versorgungsfonds steigen.

Der LRH weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass die Landesregierung bei der Ausrichtung des Kredit- und Zinsmanagements des Landes eher risikoscheu agiert: Das Finanzministerium betreibt erheblichen Aufwand, um mit Derivatgeschäften das Zinsänderungsrisiko zu begrenzen.⁵

Das **Finanzministerium** hält den Vergleich mit dem Zinsmanagement für nicht sachgerecht. Beim Versorgungsfonds handele es sich um ein bewusst vom Haushalt separiertes Sondervermögen mit Aufbaucharakter und dem Ziel der langfristigen Stabilisierung der Versorgungsausgaben; Nettoentnahmen seien erst ab 2028 vorgesehen.

Der **LRH** teilt diese Auffassung nicht. Sowohl die Anlagestrategie des Versorgungsfonds als auch die Zinsstrategie haben letztlich Auswirkungen auf die jährlichen Haushalte. Gleiches gilt für „schlagend werdende“ Risiken: Bei einem Zinsanstieg muss der Landeshaushalt höhere Zinsausgaben verkräften, bei einem Vermögensverlust des Versorgungsfonds stehen im Haushalt weniger Mittel zur Deckung von Versorgungsausgaben zur Verfügung.

¹ Vgl. § 3 Absatz 2 Versorgungsfondsgesetz.

² Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648, Anhang, Übersicht 2 u. 3.

³ Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648, S. 35.

⁴ Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648, S. 45.

⁵ Vgl. Bemerkungen 2020 des LRH, Nr. 7.

Auch das Zinsmanagement hat aufgrund der Fälligkeitsstruktur der Schulden Auswirkungen auf weit in der Zukunft liegende Haushalte.

Daher sollte das Finanzministerium bei der Anlagestrategie für den Versorgungsfonds das gleiche vorsichtige Rendite-Risiko-Kalkül wie bei der Zinssicherungsstrategie anlegen.

Der LRH sieht die angestrebte Erhöhung der Aktienquote auf 50 % deshalb kritisch. Er spricht sich daher für die Beibehaltung der jetzigen Aktienquote von max. 30 % aus.

1.3.2 Portfolio-Management

Das Versorgungsfondsgesetz und die vom Finanzministerium erlassenen Anlagerichtlinien bilden den Handlungsrahmen für das Portfoliomanagement. Im Folgenden werden dessen Vorgaben sowie mögliche Auswirkungen auf die Wirtschaftlichkeit des Versorgungsfonds erörtert.

Passiver Investment-Ansatz

Nach dem Versorgungsfondsgesetz soll der Versorgungsfonds eine passive Anlagestrategie verfolgen.¹ Das bedeutet, dass keine An- und Verkäufe auf Basis von Marktinformationen getätigt werden, die eine vermeintlich überdurchschnittliche Wertentwicklung versprechen. An- und Verkäufe werden nur aus technischen Gründen durchgeführt, um einer vorgegebenen Portfoliozusammensetzung zu folgen. Das Finanzministerium konkretisiert in seinen Anlagerichtlinien, dass Anleihen „in der Regel“ bis zur Endfälligkeit gehalten und Aktien „grundsätzlich“ durch Nachbildung eines Index gekauft werden. Konkret nutzt das Finanzministerium den Solactive Index.²

Dieser Ansatz ist nachvollziehbar. Denn Erkenntnisse aus der Kapitalmarkttheorie und empirische Evidenz legen nahe, dass ein „aktiver Investor“ bei gleichem Risiko nicht systematisch bessere Ergebnisse erzielen kann als ein „passiver Investor“, der in den Durchschnitt des Markts investiert.³

Die passive Anlagestrategie kann dazu führen, dass Einzeltitel mit Verlust wieder veräußert werden müssen, wenn die Zusammensetzung des Index

¹ Vgl. § 3 Absatz 2 Versorgungsfondsgesetz.

² Vgl. Tz. 1.2.1.

³ Vgl. u. a. *Fama / French*, „Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns“, *The Journal of Finance*, 2010, 65(5), S. 1915 ff.

geändert wird.¹ Darauf sollte die Landesregierung beim Vermögensnachweis in der Haushaltsrechnung hinweisen.²

Nachhaltige Anlagekriterien: Wirkung auf die Rendite unklar

Das Finanzministerium beachtet bei der Anlage der Mittel auch sog. Nachhaltigkeitsaspekte. Zu diesem Zweck definiert es in den Anlagerichtlinien zunächst eine Reihe von Ausschlusskriterien. So dürfen beispielsweise keine Aktien oder Anleihen von Unternehmen aus dem Bereich fossiler Brennstoffe gekauft werden. Einzeltitel des Aktienportfolios wählt das Finanzministerium anschließend nach dem sogenannten Best-in-Class Ansatz aus. Das bedeutet, dass die Aktien von besonders nachhaltigen Unternehmen ein höheres Gewicht im Gesamtportfolio erhalten. Wie nachhaltig ein Unternehmen ist, wird dabei nach dem sogenannten ESG-Ansatz bestimmt, das heißt unter Umwelt-, sozialen und Unternehmensführungsaspekten.

Die Landesregierung möchte mit ihrer nachhaltigen Anlagestrategie „Anreize für eine Art ESG-Wettbewerb“ setzen. Dadurch will sie unerwünschte gesellschaftliche und ökologische Auswirkungen wirtschaftlicher Aktivitäten reduzieren.³ Dabei erwartet die Landesregierung zugleich, dass der ESG-Ansatz zu „langfristig ertragreicheren und erfolgreicherer Anlagen“ führe.⁴

Der ESG-Ansatz schränkt die Anlagemöglichkeiten ein.⁵ Dies verschlechtert nach Auffassung der Bundesbank typischerweise das Rendite-Risiko-Profil der Anlagestrategie.⁶

Das **Finanzministerium** sieht in der Mehrzahl der wissenschaftlichen Studien keine Belege für Renditenachteile nachhaltiger Geldanlagen. Es beruft sich hierbei insbesondere auf eine Studie aus dem Jahr 2015, in der 60 sog. Metastudien untersucht werden.⁷

Der **LRH** weist darauf hin, dass die Aussagekraft dieser Studie aus den folgenden Gründen begrenzt ist:

¹ Vgl. Tz. 1.2.2.

² Vgl. Tz. 1.2.3.

³ Vgl. Landtagsdrucksache 19/2473, S. 2 ff.

⁴ Vgl. Landtagsdrucksache 19/2473, S. 4.

⁵ Vgl. Stellungnahme des LRH zur nachhaltigen Finanzanlagestrategie, Umdruck 19/5014.

⁶ Vgl. *Deutsche Bundesbank*, „Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme“, Monatsbericht Oktober 2019, S. 19.

⁷ Vgl. Landtagsdrucksache 19/2473, S. 4.

- Die Studie ist eine „Meta-Meta-Studie“, also eine Studie über Studien über Studien. Dabei besteht die zwangsläufig die Gefahr, dass „Äpfel mit Birnen“ verglichen werden.
- Ein Teil der untersuchten Meta-Studien untersucht einen völlig anderen Zusammenhang als den zwischen Nachhaltigkeitskriterien und finanziellem Erfolg.
- Die Autoren unterscheiden nicht zwischen Risiko und Rendite.
- An der Erstellung der Studie war auch ein Vermögensverwalter beteiligt; Interessenkonflikte können nicht ausgeschlossen werden.

Für eine bessere Rendite nachhaltiger Aktienportfolios finden sich in der Studie zudem keine Belege.¹

Im Bereich von Anleihen nehmen Investoren - bei gleichem Risiko - eine geringere Rendite für nachhaltige Anleihen in Kauf. Dies veranschaulicht die im September 2020 von der Bundesrepublik Deutschland platzierte „grüne“ Bundesanleihe, die mit verschiedenen Nachhaltigkeitsprojekten verbunden ist und von Investoren mit Nachhaltigkeitsanspruch gekauft werden soll. Diese Anleihe hat einen sogenannten „konventionellen Zwilling“ mit ansonsten gleichen Merkmalen. Dennoch liegt die Rendite der „grünen“ Bundesanleihe um 0,04 Prozentpunkte unterhalb der Rendite ihres „konventionellen Zwillings“.² Eine jüngst erschienene Studie bestätigt diesen Effekt und sieht sogar einen noch größeren Renditenachteil von „Green Bonds“ im Bereich von 0,08 bis 0,14 Prozentpunkte.³

Dies könnte darauf hindeuten, dass „nachhaltige“ Unternehmen sich zu etwas günstigeren Konditionen finanzieren können. Ob diese Vorteile aber groß genug sind, um den von der Landesregierung erwünschten Nachhaltigkeits-Wettbewerb einzuleiten, ist zweifelhaft.

Sofern die Landesregierung also „Anreize für eine Art ESG-Wettbewerb“ schaffen möchte, müsste sie bereit sein, dafür eine geringere Rendite in Kauf zu nehmen. Damit geht sie jedoch das Risiko ein, dass die für die Ziele des Versorgungsfonds notwendigen Renditen nicht vollständig erreicht werden.

¹ Vgl. *Friede/Busch/Bassen*, „ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies“, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, 5(4), S. 220.

² Vgl. www.deutsche-finanzagentur.de/de/factsheet/sheet-detail/productdata/sheet/DE0001030708, abgerufen am 08.02.2021.

³ Vgl. *Immel/Hachenberg/Kiesel/Schiereck*, „Green bonds: shades of green and brown“, *Journal of Asset Management*, online veröffentlicht am 29.10.2020.

Beschränkung der Anlagen auf den Euroraum unwirtschaftlich

Das Finanzministerium legt in den Anlagerichtlinien fest, dass nur in Euro notierte Vermögenswerte gekauft werden dürfen. Diese Einschränkung der Anlagemöglichkeiten ist unwirtschaftlich. Denn durch eine breitere Streuung des Vermögens auf verschiedene Wirtschaftsräume könnte das Finanzministerium das Risiko für die Wertentwicklung reduzieren. Dadurch wäre der Versorgungsfonds weniger abhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums.

Ein mögliches Währungsrisiko ist dabei im Vergleich zu den Kursrisiken vernachlässigbar. Denn obwohl die Unternehmen des derzeit gehaltenen Portfolios sämtlich in der Eurozone ansässig sind, sind viele von ihnen weltweit tätig. Ihre Umsätze und Gewinne, und damit prinzipiell auch ihre Bewertung am Aktienmarkt, unterliegen daher ohnehin einem Währungsrisiko. Das Argument, wonach nur Aktien von Unternehmen aus der Eurozone gekauft werden sollten, da diese keinem Währungsrisiko unterliegen, ist damit ein Scheinargument. Zudem deuten empirische Befunde darauf hin, dass Wechselkursänderungen bei internationalen Aktieninvestments nur eine untergeordnete Rolle spielen oder sich sogar risikomindernd auswirken.¹

Auch das Finanzministerium hat diese Problematik in seinem Evaluationsbericht erkannt und spricht sich für eine Ausweitung des Anlagespektrums aus.²

1.4 Risikomanagement

Das Land geht mit der Anlagestrategie des Versorgungsfonds bewusst Risiken ein. Um diese Risiken in einem vertretbaren Rahmen zu halten, hält das Finanzministerium laut seinen Anlagerichtlinien ein „adäquates Risikomanagement“ für erforderlich. Risikomanagement umfasst nach gängiger Auffassung die folgenden Aspekte:



Abbildung 5: Risikomanagement

Quelle: eigene Darstellung nach Drosse, Managerial Accounting, Stuttgart 2014, S. 417.

¹ Vgl. *Albrecht / Maurer*, Investment- und Risikomanagement, 4. Aufl. 2016, S. 974.

² Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648, S. 37 ff.

1.4.1 Identifikation des Risikos

Als Risikomaß identifiziert das Finanzministerium die Wahrscheinlichkeit, dass das Vermögen des Versorgungsfonds die gesetzlich vorgeschriebenen Wertuntergrenze unterschreitet.¹ Diese Wahrscheinlichkeit ermittelt das Finanzministerium laufend anhand eines statistischen Modells und stellt die Ergebnisse zusammen mit anderen Portfolio-Informationen in einem Bericht dar. Dieser wird den Mitgliedern des Anlageausschusses monatlich zur Verfügung gestellt.

Das Risikomaß des Finanzministeriums bildet das Risiko für den Landeshaushalt nur unzureichend ab. Denn neben der Wahrscheinlichkeit ist auch die Schadenshöhe für die Bestimmung des Risikos entscheidend. Die Schadenshöhe für den Haushalt bemisst sich an den geplanten Entnahmen aus dem Versorgungsfonds. Denn diese stehen im Fall eines Vermögensverlusts eventuell nicht zur Verfügung und müssen anderweitig finanziert werden.

Zudem hat dieses Risikomaß, wie das Finanzministerium selbst feststellt, derzeit kaum eine risikobegrenzende Wirkung.² Denn die Wahrscheinlichkeit einer Verletzung der Wertuntergrenze ist in hohem Maße abhängig von den geplanten Nettozuführungen. Da dem Versorgungsfonds von 2018 bis 2028 netto fast 400 Mio. € zugeführt werden sollen, ist unter der derzeitigen Anlagestrategie eine Unterschreitung der Wertuntergrenze äußerst unwahrscheinlich.

Darüber hinaus kann die gesetzlich normierte Wertuntergrenze sogar dazu verleiten, schlechtere Renditeerwartungen durch riskantere Anlageentscheidungen - z. B. durch eine höhere Aktienquote - zu kompensieren. Das ist keine wünschenswerte Eigenschaft für ein Risikomaß.

Der LRH empfiehlt dem Finanzministerium daher, ein geeigneteres Risikomaß zu verwenden, das sowohl die Schadenswahrscheinlichkeit als auch die Schadenshöhe berücksichtigt. Es sollte zudem das Risiko für die langfristige geplante Verwendung des Versorgungsfonds abbilden.

Aus Sicht des **Finanzministeriums** stellt die Wahrscheinlichkeit einer Verletzung der Wertuntergrenze nicht das ausschließliche Risikomaß dar. Grundlage für die Risikosteuerung sei die Bandbreite der möglichen Wertentwicklungen des Gesamtportfolios. In diesem Zusammenhang würden

¹ Vgl. Tz. 1.1.3.

² Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648, S. 24.

auch mögliche Schadenshöhen für den gesamten aktuellen Planungshorizont bis Ende 2028 ermittelt.

Der **LRH** bleibt bei seiner Feststellung. Zwar könnte das Finanzministerium aus dem verwendeten statistischen Modell diverse Risikomaße berechnen. In den monatlichen Controllingberichten werden solche aber bislang nicht dargestellt.

1.4.2 **Messung des Risikos**

Um die Wahrscheinlichkeit für eine Unterschreitung der Wertuntergrenze zu bestimmen, nutzt das Finanzministerium ein statistisches Modell. Dieses Modell simuliert Zinsen, Aktienrenditen und Inflationsraten und kann für den Anlageausschuss wichtige Entscheidungsgrundlagen liefern. Das Finanzministerium plant, das Modell zu überprüfen und ggfs. weiterzuentwickeln.¹ Der LRH regt an, dabei die folgenden Empfehlungen und Kritikpunkte zu berücksichtigen.

Die Programmierung des Modells ist nachvollziehbar. Jedoch fehlte eine ausführliche Beschreibung der einzelnen Modellbestandteile, die auch Personen ohne Programmierkenntnisse zugänglich ist. Der LRH empfiehlt daher, eine solche Modellbeschreibung zu erstellen. Darüber hinaus sollte das Finanzministerium in den Controllingberichten die zentralen Modellannahmen transparent darlegen. Dazu zählen insbesondere die Annahmen über die mittleren Aktienrenditen, Zinssätze und Inflationsraten sowie deren Varianzen.

Das Simulationsmodell greift auf Daten der Deutschen Bundesbank über die Portfolio-Zusammensetzung zurück. Der LRH hat in diesen Daten kleinere Fehler und Unstimmigkeiten festgestellt. Zum Beispiel wurde die Rendite einer neu gekauften Anleihe zu hoch angegeben. Damit besteht prinzipiell die Gefahr, dass fehlerhafte Daten das Simulationsergebnis beeinflussen. Daher sollte das Finanzministerium die relevanten Daten vor der Verwendung auf ihre Plausibilität überprüfen.

Zinsmodell: Finanzministerium sollte auf ein externes Kernzinsszenario verzichten

Um den Verlauf des Teilportfolios „Anleihen“ zu simulieren, ist eine Prognose der zukünftigen Zinsentwicklung notwendig. Hierfür nutzt das Finanz-

¹ Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648, S. 45.

ministerium ein statistisches Modell, das auch im Kredit- und Zinsmanagement zum Einsatz kommt.¹

Das statistische Zinsmodell wird um ein sogenanntes Kernzinsszenario ergänzt. Im Kredit- und Zinsmanagement geht das Finanzministerium aus Gründen der Risikovorsorge von einem hohen Zinsanstieg als Kernzinsszenario aus. Dieses wird einmal jährlich vom Finanzministerium erstellt und unter anderem mit Vertretern von Bundesbank und Institut für Weltwirtschaft abgestimmt. Dagegen verwendet das Finanzministerium für den Versorgungsfonds sogenannte Terminzinssätze als Kernzinsszenario. Solche Zinssätze gelten für Kreditgeschäfte, die zu einem zukünftigen Zeitpunkt zahlungswirksam werden.

In der Vergangenheit haben die Terminzinsen die zukünftige Zinsentwicklung allerdings deutlich zu hoch eingeschätzt. Tatsächlich sprechen auch theoretische Gründe dafür, dass die Vorhersagekraft von Terminzinsen eingeschränkt ist. Damit besteht die Gefahr, dass die zukünftige Wertentwicklung des Teilportfolios „Anleihen“ durch die Verwendung der Terminzinsen zu positiv dargestellt wird. Anders als im Kredit- und Zinsmanagement wäre es aus Sicht des LRH daher besser, hier gänzlich auf ein Kernzinsszenario zu verzichten.

Das **Finanzministerium** hält einen Verzicht auf das Kernzinsszenario für nicht möglich.

Der **LRH** bleibt bei seiner Feststellung: Im statistischen Zinsmodell kann ein Kernzinsszenario eingebunden werden, dieses ist aber nicht erforderlich.

Problematisch ist darüber hinaus, dass sich der Simulationshorizont des statistischen Zinsmodells nur auf die jeweils nächsten 4 ½ Jahre erstreckt; danach werden die simulierten Zinsen konstant in die Zukunft fortgeschrieben. Dadurch wird die Unsicherheit über die zukünftige Zinsentwicklung im Modell erheblich unterschätzt. Besser wäre es, die Zinsentwicklung für den gesamten Prognosezeitraum zu simulieren, um damit diese Unsicherheiten abzubilden.

Renditeerwartungen der Aktien nicht empirisch fundiert

Das Finanzministerium modelliert die Entwicklung des Aktienmarkts anhand eines statistischen Verfahrens. Dieses soll in erster Linie die Unsicherheit über die künftige Entwicklung abbilden und weniger eine zukünftige

¹ Vgl. Bemerkungen 2020 des LRH, Nr. 7.5.

Rendite vorhersagen. Dazu wird unterstellt, dass die zukünftige Aktienrendite zufällig um einen langfristigen mittleren Wert schwankt. Anders als im Rahmen einer Zeitreihenanalyse üblich wird dieser langfristige mittlere Wert nicht aus den vergangenen durchschnittlichen Renditen geschätzt, sondern ad hoc auf den Wert von rund 5,5 % pro Jahr festgesetzt. Die tatsächliche durchschnittliche Rendite an den Aktienmärkten in den vergangenen 30 Jahren lag aber mit ca. 8 % deutlich darüber.¹ Nach Angaben des Finanzministeriums ist dieses Vorgehen lediglich auf verfahrenstechnische Gründe infolge einer Modellumstellung zurückzuführen.

Die Restriktion eines Parameters kann zu fehlerhaften Schätzungen der anderen Parameter führen. Daher sollte die mittlere Aktienrendite zunächst empirisch geschätzt und nicht ad hoc festgelegt werden. Die mittlere Aktienrendite hat auch großen Einfluss auf die Simulationsergebnisse. Falls für die Simulation ein vom empirischen Mittelwert abweichender Wert verwendet wird, sollte dies in den Controllingberichten deutlich gekennzeichnet werden.

Modellrisiko: Güte des Modells sollte laufend validiert werden

Das Finanzministerium trifft in seinem Risikomodell eine Reihe vereinfachender Annahmen. Beispielsweise werden die Wechselwirkungen zwischen den Aktienrenditen, Zinsänderungen und der Preissteigerung vernachlässigt. Dadurch besteht die Gefahr, dass die Unsicherheit über die zukünftige Wertentwicklung des Versorgungsfonds unter- oder überschätzt wird.

Weiterhin vernachlässigt das Finanzministerium das Kreditrisiko im Teilportfolio „Renten“. Das Kreditrisiko beinhaltet einerseits das Ausfallrisiko und andererseits das Risiko einer Rating-Verschlechterung. Denn gemäß den Anlagerichtlinien müssen Anleihen verkauft werden, sollte ihr Rating sich auf den Wert „A-“ verschlechtern. Im Evaluationsbericht empfiehlt das Finanzministerium eine Absenkung des Mindest-Ratings und eine Ausweitung des Anlagespektrums auf weitere Anlageklassen.² Setzt das Finanzministerium seine Überlegungen um, müssen sich die Folgen höherer Ausfallrisiken im Modell niederschlagen.

Schließlich wird bei der Simulation der künftigen Entwicklung die Unsicherheit über die zu schätzenden Modellparameter vernachlässigt.

¹ Vgl. etwa die Entwicklung des Stoxx Europe 600 von 1991 bis 2020, <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=SXXR>, zuletzt abgerufen am 04.01.2021.

² Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648, S. 31.

Dem LRH ist bewusst, dass Modelle die Wirklichkeit nie exakt, sondern immer in vereinfachter Form abbilden. Gerade deshalb sollte das Finanzministerium die Güte des Risikomodells anhand historischer Finanzmarktdaten laufend validieren und das Modell gegebenenfalls anpassen. Eine solche Validierung dient dazu herauszufinden, wie zuverlässig das verwendete Risikomodell ist.

1.4.3 Risiko-Steuerung und Überwachung

Risikomanagement hat den Charakter eines Regelkreislaufs. Um das Risiko auf einem vertretbaren Niveau zu halten, müssen gegebenenfalls korrigierende Anlageentscheidungen getroffen werden. Beispielsweise kann die Aktienquote in Abhängigkeit eines Risikomaßes gesteuert werden.

Derzeit gibt es im Finanzministerium kein formales oder regelgebundenes Verfahren zur Risiko-Steuerung. Stattdessen trifft sich der Anlageausschuss „fallbezogen“ und entscheidet auf Basis der monatlichen Controllingberichte über das weitere Vorgehen.

Nach Aussage des **Finanzministeriums** sei ein regelgebundenes Steuerungsverfahren ungeeignet für das derzeitige Niedrigzins-Umfeld. Ein regelgebundenes Steuerungsverfahren sei auch zu unflexibel, denn neben den Rendite- und Risikomaßen müsse immer das wirtschaftliche Umfeld im Blick behalten werden. Hierzu sei im Anlageausschuss ausreichend ökonomischer Sachverstand vorhanden und mit 2 Staatssekretären auch die politische Führung des Finanzministeriums vertreten. Im Übrigen sei das Risiko durch die maximal zulässige Aktienquote von 30 % ohnehin begrenzt.

Unabhängig davon, ob die maximal zulässige Aktienquote 30 % oder - wie vom Finanzministerium angestrebt - 50 % beträgt, empfiehlt der **LRH** ein regelgebundenes Steuerungsverfahren. Dieses hätte beispielsweise den Vorteil, dass das Finanzministerium aus der langfristigen Entnahmeplanung einen „Risikopuffer“ ableiten könnte. Verringert sich dieser, könnte durch eine sukzessive Umschichtung in sichere Anleihen eine gewisse Mindest-Entnahme aus dem Versorgungsfonds sichergestellt werden. Durch einen regelgebundenen Steuerungsmechanismus würde zudem die Gefahr reduziert, dass der Anlageausschuss in der Hoffnung auf eine baldige Erholung der Situation zu spät gegensteuert. Auch nähme die Information des Finanzausschusses möglicherweise zu viel Zeit in Anspruch, als dass Gegenmaßnahmen noch rechtzeitig eingeleitet werden könnten.

Das Finanzministerium sollte gegenüber dem Finanzausschuss zudem offenlegen, welche geeigneten Maßnahmen es dem Anlageausschuss bei

hohen Kursverlusten vorschlagen möchte. Dies sollte geschehen, bevor die Aktienquote und damit das Risiko erhöht wird.

Den Finanzausschuss erst bei Kursverlusten im Aktienbereich ab 40 % zu informieren ist nicht sachgerecht. Der LRH erinnert an § 10 LHO und die dazu erlassenen Verwaltungsvorschriften. Danach informiert das Finanzministerium unverzüglich über weitere Änderungen der Haushaltsentwicklung, sofern ein Volumen von 25 Mio. € überschritten wird.

1.5 **Ökonomische Bewertung**

Das Land finanziert seine Beamtenversorgung bislang faktisch über ein Umlageverfahren.¹ Das bedeutet, dass die Versorgungsausgaben in jedem Haushaltjahr aus den laufenden Einnahmen des Landes gedeckt werden. Eine Vorsorge für zukünftige Pensionsverpflichtungen ist in diesem System definitionsgemäß nicht angelegt.

Mit der Versorgungsrücklage bzw. dem Versorgungsfonds hat Schleswig-Holstein die Finanzierung der Beamtenversorgung teilweise auf ein kapitalgedecktes Verfahren umgestellt. Dabei baut das Land einen Kapitalstock auf, aus dem es die Versorgungsausgaben in Zukunft anteilig finanziert.

Mit dem kapitalgedeckten Versorgungsfonds will die Landesregierung 2 Ziele erreichen:

1.5.1 **Versorgungsfonds soll zu wirtschaftlicherem Personaleinsatz beitragen**

Der Landeshaushalt bildet die Kosten für den Personaleinsatz gegenwärtig nur unzureichend ab. Insbesondere erfasst das kamerale Rechnungswesen nicht die Versorgungsausgaben, die in Zukunft für die heute aktiven Beamtinnen und Beamten anfallen und sich oft erst nach Jahrzehnten im Landeshaushalt bemerkbar machen. Deshalb bestehen für die Landesregierung Anreize, diese Kosten zu vernachlässigen und mehr verbeamtetes Personal einzustellen.

Der Versorgungsfonds soll solchen Fehlanreizen entgegenwirken:² Weil Schleswig-Holstein für neu in den Landesdienst tretende Beamte, Richter und sonstige Amtsträger 1.200 € pro Jahr zuführen muss, sind die langfristigen Kosten von Verbeamtungen zumindest anteilig im Haushalt zu berücksichtigen.

¹ Vgl. *ifo Dresden* berichtet, 4/2017, S. 6.

² Vgl. Landtagsdrucksache 18/4706, S. 5.

Dies ist ein Schritt in die richtige Richtung, jedoch dürfte die Höhe der Zuführungen von 1.200 € pro Jahr kaum Anreize für einen sparsameren Personaleinsatz setzen. Die über 800 neuen Stellen im Haushalt 2021 beweisen es. Im Übrigen sind diese 1.200 € auch nur ein Bruchteil der im Land anfallenden Versorgungsausgaben. Zum Vergleich: Sachsen strebt mit seinem „Generationenfonds“ eine Vollfinanzierung der zu erwartenden Versorgungsausgaben für alle Beamtenverhältnisse an, die ab 1997 begründet wurden. Die Zuführungen aus dem Landeshaushalt werden nach versicherungsmathematischen Grundlagen berechnet und betragen je nach Besoldungsgruppe zwischen 35 und 40 % der jährlichen Besoldung.¹ Übertragen auf Schleswig-Holstein müsste das Land dem Versorgungsfonds bei einer durchschnittlichen Besoldung von 50.000 € für jeden aktiven Beamten 17.500 bis 20.000 € pro Jahr zuführen, um die zukünftigen Versorgungsausgaben vollständig abzubilden.

Diese Lösung scheidet aus, weil höhere Rücklagen im hochverschuldeten Schleswig-Holstein nur über neue Kredite zu finanzieren wären.

1.5.2 **Verstetigung der Versorgungslasten: kaum nennenswerte Entlastungen möglich**

Daneben will die Landesregierung die Versorgungslasten, die auf den Landeshaushalt in den kommenden Jahren zukommen werden, im Zeitablauf gleichmäßiger verteilen.²

Eine solche Verstetigung erscheint auch notwendig. Zwar lassen sich die Versorgungslasten durch den Versorgungsfonds insgesamt nicht verändern.³ Denn sie beruhen im Wesentlichen auf Personalentscheidungen, die das Land in der Vergangenheit getroffen hat.

Der Versorgungsfonds kann aber helfen, die Versorgungslasten gleichmäßiger auf verschiedene Generationen zu verteilen. Insbesondere ist es über Zuführungen zum Versorgungsfonds möglich, die heutigen Generationen stärker an der Finanzierung zu beteiligen. Voraussetzung dafür ist, dass es sich um „echte“ Zuführungen handelt: Werden dem Versorgungsfonds kreditfinanzierte Mittel zugeführt, wird sich an der Verteilung der Versorgungslasten zwischen der heutigen und den nachfolgenden Generationen nichts ändern.⁴

¹ Vgl. § 5 Sächsisches Generationenfondsgesetzes vom 13.12.2012, SächsGVBl. S. 725, 726 sowie Generationenfonds-Zuführungsverordnung vom 13.12.2012, SächsGVBl. S. 725, 734.

² Vgl. § 4 Abs. 6 Versorgungsfondsgesetz.

³ Vgl. *ifo Schnelldienst*, 18/2000, S. 12.

Inwieweit der Versorgungsfonds in seiner bisherigen Form eine dauerhafte Verstetigung der Versorgungsausgaben ermöglicht, lässt sich jedoch derzeit nicht abschließend beurteilen. Denn bislang hat die Landesregierung keine langfristige Prognose der zu erwartenden Versorgungslasten vorgelegt. Gegenwärtig reicht die Projektion lediglich bis ins Jahr 2032. Das gilt auch für den Zuführungs- und Entnahmeplan für den Versorgungsfonds.¹

Tabelle 7: Zuführungs- und Entnahmeplan bis 2032

Jahr	Zuführung (in Euro)	davon personen- abhängiger Teil (in Euro)	Entnahme (in Euro)	Netto-Zuführung (in Euro)
2020	80.477.144	1.221.500	10.076.644	70.400.500
2021	82.326.744	3.071.100	27.419.544	54.907.200
2022	83.526.744	4.271.100	39.710.544	43.816.200
2023	84.726.744	5.471.100	51.703.244	33.023.500
2024	85.926.744	6.671.100	61.604.044	24.322.700
2025	87.126.744	7.871.100	69.127.944	17.998.800
2026	88.326.744	9.071.100	77.627.244	10.699.500
2027	89.526.744	10.271.100	85.169.144	4.357.600
2028	90.726.744	11.471.100	90.721.744	5.000
2029	91.926.744	12.671.100	96.877.144	-4.950.400
2030	93.126.744	13.871.100	105.276.344	-12.149.600
2031	94.326.744	15.071.100	114.815.444	-20.488.700
2032	95.526.744	16.271.100	122.135.044	-26.608.300

Quelle: Evaluierung 2020 des Versorgungsfonds des Landes Schleswig-Holstein, Drucksache 19/2648 S. 18.

Eine langfristige Projektion der zukünftigen Versorgungslasten ist aber erforderlich, um über höhere Zuführungen zum Versorgungsfonds - sowie die Ausgestaltung des Systems der Beamtenversorgung insgesamt - entscheiden zu können.² Sie hat auch Auswirkungen auf die Anlagestrategie für den Versorgungsfonds.

Der LRH fordert die Landesregierung daher auf, ein langfristiges Konzept für die Finanzierung der Versorgungsausgaben und den Versorgungsfonds vorzulegen. Ähnlich wie in den Versorgungsberichten des Bundes und an-

¹ Vgl. Landtagsdrucksache 19/2648, S. 18.

² Vgl. *Institut für Weltwirtschaft*, Stellungnahme zu „Schuldentilgungsplan für das Land Schleswig-Holstein: Generationengerechtigkeit leben“, Umdruck 19/2951, S. 4.

derer Länder sollten sich die Projektionen der Versorgungslasten über einen Zeitraum von 30 bis 40 Jahren erstrecken.¹

Das **Finanzministerium** lehnt die Erstellung eines langfristigen Konzepts für die Finanzierung der Versorgungsausgaben und den Versorgungsfonds ab, da die zukünftige Entwicklung der Versorgungsausgaben sowie die Bedingungen auf den Finanzmärkten mit großen Unsicherheiten behaftet seien.

Der **LRH** hält an seiner Empfehlung fest. Jede Planung ist zwangsläufig mit Unsicherheiten verbunden. Aber gerade im Bereich der Versorgungsausgaben sind langfristige Vorausberechnungen mit hoher Genauigkeit möglich, da die künftigen Versorgungsempfänger bereits heute überwiegend im Dienst des Landes stehen.

Allein wegen bestehender Unsicherheiten auf eine langfristige Planung zu verzichten ist nicht angebracht.

Kiel, 27. April 2021

Landesrechnungshof Schleswig-Holstein

Dr. Gaby Schäfer

Bernt Wollesen² Dr. Ulrich Eggeling

Christian Albrecht Erhard Wollny

¹ Vgl. Siebter Versorgungsbericht der Bundesregierung, März 2020 sowie *Finanzministerium Baden-Württemberg*, Versorgungsbericht 2019.

² Herr Wollesen war zur Zeit der Beschlussfassung verhindert.