



Bericht

der Landesregierung

Evaluierung 2020 des Versorgungsfonds des Landes Schleswig-Holstein

Federführend ist das Finanzministerium

Inhalt

1.	Einleitung.....	1
1.1.	Berichtsauftrag	1
1.2.	Vorbemerkungen	1
2.	Grundkonzept Versorgungsfonds SH	1
2.1.	Zielsetzung	1
2.2.	Rechtliche Grundlagen	2
2.3.	Organisation	3
2.4.	Zuführungen und Entnahmen	4
2.5.	Anlagemanagement.....	5
3.	Entwicklung der Versorgungsausgaben.....	8
3.1.	Rückblick	8
3.2.	Projektion	9
4.	Wertentwicklung des Versorgungsfonds	9
4.1.	Rückblick	9
4.1.1	Umfeld an den Kapitalmärkten	9
4.1.2.	Ausrichtung der Anlagestrategie des Versorgungsfonds	13
4.2.	Projektion	16
4.2.1.	Annahmen der Projektion.....	16
4.2.2.	Ergebnisse der Projektion	19
5.	Bewertung und Weiterentwicklung.....	21
5.1.	Zwischenfazit.....	21
5.2.	Ansatzpunkte zur Weiterentwicklung	22
5.2.1.	Finanzpolitische Aspekte.....	22
5.2.2.	Anlagemanagement und -strategie.....	23
5.2.2.1.	Realer Werterhalt.....	23
5.2.2.2	Anlagen in Renten	25
5.2.2.3.	Anlagen in Aktien	31
6.	Schlussfolgerungen	43
6.1.	Ergebnisse der Analyse	43
6.2.	Anpassung der rechtlichen Rahmenbedingungen.....	44
6.3.	Ausblick	45

Abbildungen

Abbildung 1: Versorgungsausgaben bis 2019	8
Abbildung 2: Versorgungsausgaben ab 2020	9
Abbildung 3: Zinsentwicklung seit 01.01.2018	10
Abbildung 4: Entwicklung Aktienindex „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50“	11
Abbildung 5: Bestandsveränderung Versorgungsfonds im Zeitablauf	11
Abbildung 6: Länderverteilung Pfandbriefe	12
Abbildung 7: Aktienkäufe und Kursverlauf des „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50 Index“	13
Abbildung 8: Renditeentwicklung des Versorgungsfonds SH p.a.	14
Abbildung 9: Tagesrenditen „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone“ vs. „Euro Stoxx 50“	15
Abbildung 10: Entwicklung der Pensionskosten	17
Abbildung 11: Zuführung- und Entnahmeplanung des Versorgungsfonds SH	18
Abbildung 12: Simulation des Gesamtportfolios Versorgungsfonds SH	20
Abbildung 13: Ratingeinstufung Anleihen des Versorgungsfonds SH	27
Abbildung 14: Übersicht Bonitätseinstufungen	28
Abbildung 15: historische Kreditausfallraten pro Ratingklasse	29
Abbildung 16: Renditevergleich Anleihen unterschiedlicher Ratingklassen	30
Abbildung 17: Anteil der EUR-Unternehmensanleihen nach Ratingklassen	30
Abbildung 18: Wertsimulation Versorgungsfonds mit Aktienquote 0 %	32
Abbildung 19: Wertsimulation des Versorgungsfonds bei maximale Aktienquote	33
Abbildung 20: Wertsimulation Versorgungsfonds mit Aktienquote 50 %	34
Abbildung 21: Wertentwicklung unterschiedlicher Aktienanlagestrategien	35
Abbildung 22: Bruch Realer Werterhalt bei unterschiedlichen Aktienanlagestrategien	36
Abbildung 23: Wertentwicklung Aktien Europa und USA	38
Abbildung 24: Vergleich Jahresrenditen S&P 500 (USA) mit Euro Stoxx 50 (Europa)	38
Abbildung 25: Entwicklung EUR/USD-Wechselkurs	39
Abbildung 26: Top 10 Positionen des „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50“	40
Abbildung 27: Entwicklung gewichteter vs. gleichgewichteter Aktienindex	41

1. Einleitung

1.1. Berichtsauftrag

Das Versorgungsfondsgesetz des Landes Schleswig-Holstein (VersFondsG S-H) vom 14. März 2017 (GVObI. Schl.-H.S. 137) regelt die Errichtung des Versorgungsfonds zum 1.1.2018 sowie die Zuführung und Entnahme von Mitteln durch den Landeshaushalt. In § 10 ist eine Evaluation der Rahmenbedingungen des Versorgungsfonds vorgesehen. Hierzu hat die Landesregierung zum Ende des Jahres 2020 einen Bericht über die vergangene und die zukünftig erwartete Entwicklung des Sondervermögens sowie der Versorgungsausgaben vorzulegen. Auf dieser Basis ist ein langfristig tragfähiges Konzept zur Deckung der Versorgungsausgaben aufzuzeigen.

1.2. Vorbemerkungen

Datengrundlage für die Erstellung dieses Berichts sind die abgeschlossenen Haushalte des Landes Schleswig-Holstein der vergangenen Jahre bis 2019. Für den Zeitraum ab 2020 wird die Finanzplanung 2020-2024 zu Grunde gelegt (vgl. Drs. 19/2568).

2. Grundkonzept Versorgungsfonds SH

2.1. Zielsetzung

Die Aufwendungen für Versorgungsempfänger*innen stellen eine erhebliche Ausgabe position des Landeshaushaltes dar. Vor dem Hintergrund der stark steigenden Anzahl zukünftiger Versorgungsempfänger*innen und den entsprechenden finanziellen Belastungen, wurde zum 1.1.2018 der Versorgungsfonds SH als nicht rechtsfähiges Sondervermögen zum Zweck der Finanzierung zukünftiger Versorgungsausgaben errichtet (vgl. § 1 VersFondsG S-H). Neben der seit dem 1.1.1999 bis zu diesem Zeitpunkt aufgebauten Versorgungsrücklage des Landes wurden vor 2018 keine zusätzlichen finanziellen Vorsorgeposten zur Bewältigung zukünftiger Versorgungsaufwendungen gebildet. Im Hinblick auf den Gedanken der Generationengerechtigkeit und den verbindlichen Regelungen zur Schuldenbremse wurde mit dem Versorgungsfonds SH ein neues Vorsorgekonzept geschaffen.

Zum Errichtungszeitpunkt standen die für eine vollständige Deckung der zukünftigen Versorgungsausgaben notwendigen finanziellen Mittel nicht zur Verfügung. Daher wurde das Konzept des Versorgungsfonds in Bezug auf die Funktion als zusätzliches Finanzierungsinstrument ausgestaltet. Die Mittel der bis Ende 2017 existierenden Versorgungsrücklage in Höhe von 641 Mio. Euro wurden zu diesem Zweck als Startkapital in den Versorgungsfonds SH überführt. Das Vermögen der Versorgungsrücklage wurde im Wesentlichen aus reduzierten

Besoldungs- und Versorgungsanpassungen finanziert sowie aus der Einsparung von Versorgungsausgaben, die aus dem Versorgungsänderungsgesetz 2001 resultierten.

Wesentliche Kernelemente des Versorgungsfonds sind der Vermögensaufbau in den kommenden Haushaltsjahren durch regelmäßige Zuführungen und die langfristige Ausrichtung des Versorgungsfonds. Gleichzeitig können dem Versorgungsfonds in begrenztem Umfang Mittel zum Ausgleich von Versorgungsausgabespitzen entnommen werden. Um dem Vorsorgegedanken Rechnung zu tragen, wurde ein Substanzerhaltungsgebot des Anfangsbestandes implementiert.

Ein zusätzliches Ziel des Versorgungsfonds besteht darin, die Ruhestandskosten von Versorgungsempfänger*innen verursachungsgerecht in den Jahren des aktiven Dienstes im Haushalt abzubilden. Zu diesem Zweck findet ab 2020 eine laufende Zuführung für jede Neueinstellung statt.

2.2. Rechtliche Grundlagen

Der Versorgungsfonds des Landes Schleswig-Holstein (Versorgungsfonds SH) wurde auf Basis des Versorgungsfondsgesetzes (VersFondsG S-H) vom 14. März 2017 (GVObI. Schl.-H. S. 137) als nicht rechtsfähiges Sondervermögen zum 01.01.2018 errichtet. Gleichzeitig wurde das Vermögen der bis dahin aufgebauten Versorgungsrücklage des Landes in Höhe von 641 Mio. Euro in den neu errichteten Versorgungsfonds überführt.

Die Grundsätze des Anlagemanagements des Versorgungsfonds SH sind in den Allgemeinen Anlagerichtlinien geregelt, die gemäß § 3 Abs. 2 Satz 4 VersFondsG S-H in 2018 vom Finanzministerium erlassen wurden. Sie bilden den Rahmen für die Verwaltung der Mittel durch das Finanzministerium sowie für die Festlegung der Anlagestrategie durch den Anlageausschuss.

Zentraler Dienstleister der Vermögensverwaltung des Versorgungsfonds ist die Deutsche Bundesbank. Sie nimmt die entsprechenden Aufgaben in der Rolle als Fiskalagent für das Land kostenfrei auf Basis einer Verwaltungsvereinbarung wahr. Die Verwaltungsvereinbarung wird durch die Besonderen Anlagerichtlinien, die das Handlungsspektrum der Deutschen Bundesbank im täglichen Anlagemanagement konkretisieren, ergänzt. Die Besonderen Anlagerichtlinien basieren auf den übergeordneten, vom Finanzministerium erlassenen, Allgemeinen Anlagerichtlinien.

Die Organisation der Gremien des Versorgungsfonds SH, Anlageausschuss und Beirat, ist durch entsprechende Geschäftsordnungen geregelt.

2.3. Organisation

Gremien:

Der Anlageausschuss legt die Anlagestrategie und die entsprechenden Vorgaben zur Umsetzung auf Basis der Allgemeinen Anlagerichtlinien fest. Dem Anlageausschuss gehören gemäß § 3 Abs. 3 VersFondsG S-H vier Mitglieder des Finanzministeriums an. Er tagt in der Regel vierteljährlich und darüber hinaus bei Bedarf. An den Anlageausschusssitzungen nimmt zudem die Deutsche Bundesbank als Gast teil.

Der Beirat ist nach § 9 VersFondsG S-H als ehrenamtliches Gremium eingebunden. Er hat die Aufgabe, über die Berichte zur Anlage der Mittel, grundsätzliche Fragen der Konzeption sowie die langfristige Strategie des Versorgungsfonds zu beraten und ggf. Stellung zu nehmen. Zu den Anlagerichtlinien ist er zu hören. Der Beirat besteht aus sechs Mitgliedern, jeweils hälftig aus dem Bereich der Landesregierung (derzeit: FM, MILIG, MJEV) sowie der Gewerkschaften (dbb Beamtenbund und Tarifunion Schleswig-Holstein, DGB Bezirk Nord und Schleswig-Holsteinischer Richterverband). Der Beirat tagt üblicherweise in halbjährlichen Abständen, ggf. einmal jährlich gemeinsam mit dem Anlageausschuss.

Operative Umsetzung:

Die Deutsche Bundesbank unterstützt das Finanzministerium als zentraler Dienstleister im Rahmen der Verwaltung des Fondsvermögens. Sie nimmt die entsprechenden Aufgaben der Depot- und Girokontoführung wahr und setzt auf Basis eigener Kauf- und Verkaufsentscheidungen die Vorgaben des Finanzministeriums um.

Das Referat VI 25 ist für das Anlagemanagement verantwortlich (u.a. Erstellung Anlagekonzept, strategische Planung, Vorbereitung und Geschäftsstellentätigkeit des Anlageausschusses, Berichtswesen) verantwortlich. Das Referat VI 20 ist für Planung der Zuführungen und Entnahmen auf Basis der zukünftig erwarteten Versorgungsausgaben zuständig. Die Geschäftsstelle des Beirates ist aufgrund des thematischen Bezugs zum Besoldungs- und Beamtenversorgungsrecht im Referat VI 11 angesiedelt.

Sachkosten und Personalaufwand:

Für den Versorgungsfonds SH fallen regelmäßig folgende Kostenkomponenten an:

Personalaufwand	2,10 VAK
Kosten Depotverwaltung Deutsche Bundesbank	kostenfrei
Kosten Nachhaltigkeits-Screening der Anleihe-Emittenten	17.850,- Euro p.a.
Kosten Indexlizenzgebühr Nachhaltigkeitsaktienindex	0,03 % p.a. auf den Aktienbestand bis zu 200 Mio. Euro, danach 0,015 % p.a.

Der Wirtschaftsplan des Versorgungsfonds enthält die konkrete Aufstellung der jährlichen Kosten und ist als Anlage zum Einzelplan 11 im Landeshaushalt abgebildet.

2.4. Zuführungen und Entnahmen

Wie bereits ausgeführt, besteht das Ziel des Versorgungsfonds darin, die anfallenden Versorgungsausgaben über einen langfristigen Horizont ergänzend zu finanzieren. Hierbei war dem Gesetzgeber klar, dass mittelfristig eine Vollfinanzierung sämtlicher bestehender Versorgungsansprüche nicht erreichbar sein würde. Das Vermögen des Versorgungsfonds belief sich zum Beginn des Jahres 2018 auf 641,12 Mio. Euro während der Barwert der bestehenden Versorgungsverpflichtungen im Jahr 2018 rund 55.510 Mio. Euro betrug.¹

Das bedeutet, dass der überwiegende Teil der Versorgungsausgaben zunächst aus dem Landeshaushalt zu finanzieren ist. Auf Basis der langfristigen Finanzierungsfunktion sind Entnahmen aus dem Versorgungsfonds nur für eine „Verstetigung und Begrenzung der haushalterischen Auswirkungen des Anstiegs der Versorgungsausgaben auf maximal 1,5 % jährlich“ (vgl. § 5 Abs. 2 VersFondsG S-H) vorgesehen. Darüber hinaus ist der sog. Reale Werterhalt (vgl. § 5 Abs. 2 VersFondsG S-H) zu berücksichtigen. Dieser verlangt, dass eine Entnahme nur stattfinden darf, sofern das verbleibende Fondsvermögen mindestens dem Einstandswert von 641,12 Mio. Euro, bereinigt um zwischenzeitliche Preisentwicklungen entspricht.

Gleichzeitig wird dem Versorgungsfonds jährlich ein konstanter Betrag von 79,26 Mio. Euro aus dem Landeshaushalt zugeführt. Dieser entspricht der letztmaligen Zuführung an die Versorgungsrücklage im Jahr 2017 (vgl. § 4 Abs. 2 VersFondsG S-H).

¹ Der Barwert der zu erwartenden zukünftigen Versorgungszahlungen ist zum Stichtag 31.12.2018 in der Haushaltsrechnung 2018 angegeben. Beim Vergleich mit dem Vermögensbestand des Versorgungsfonds ist zu beachten, dass der Barwert neben der Versorgung auch die Beihilfe der passiven Beamt*innen beinhaltet. Der Versorgungsfonds hingegen ist ausschließlich zur Finanzierung der Versorgung vorgesehen. Ebenfalls zu beachten ist, dass der Barwert erst zum Ende des Jahres 2018 vorliegt. Grund hierfür ist, dass aufgrund von zeitweise nicht verfügbaren Daten die Berechnung zuvor ausgesetzt wurde.

Dem Gesetz liegt die Idee zugrunde, langfristig die Zuführungsmethodik umzustellen. So soll die bislang fixe Zuführung durch einen Betrag ersetzt werden, der sich aus der Anzahl der aktiven Beamt*innen ergibt. Auf diese Weise werden die später anfallenden Versorgungsausgaben teilweise bereits ab dem Zeitpunkt der Einstellung verursachungsgerecht im Landeshaushalt abgebildet. Die Beträge wachsen pro neueingestellter Person mit Dienst- oder Amtsbezügen ab 2020 auf und ersetzen langfristig die anfänglich fixe Zuführung (vgl. Drs. 18/4706). So werden ab 2020 ergänzend für jede Neueinstellung pro Monat 100 Euro je Vollzeitäquivalent aus dem Landeshaushalt zugeführt (vgl. § 4 Abs. 3 VersFondsG S-H). Im Rahmen der Haushaltsaufstellung wird die entsprechende Zuführung auf Basis aktueller Planzahlen ermittelt. Nach dem jeweiligen Haushaltsabschluss wird eine Spitzrechnung auf Basis der tatsächlich erfolgten monatsgenauen Einstellungen durchgeführt. Ggf. wird eine Korrekturbuchung bei der nächsten Haushaltsaufstellung berücksichtigt.

2.5. Anlagemanagement

Das Anlagemanagement des Versorgungsfonds SH ist in § 3 VersFondsG S-H geregelt und wird durch die vom Finanzministerium erlassenen Allgemeinen Anlagerichtlinien konkretisiert. Folgende Rahmenbedingungen sind dabei maßgeblich:

- Anlagegrundsätze:

Die Anlage der Mittel des Versorgungsfonds orientiert sich an den Grundsätzen Sicherheit, Rendite, Liquidität und Nachhaltigkeit. Die Mittel des Versorgungsfonds sind zudem wirtschaftlich anzulegen. Konkret ist zum Zeitpunkt des Erwerbs von Schuldverschreibungen eine Rendite anzustreben, die mindestens den Finanzierungskosten des Landes für eine vergleichbare Laufzeit entspricht.

- Anlagespektrum:

Das Anlagespektrum des Versorgungsfonds wurde, vor dem Hintergrund der langfristigen Ausrichtung, im Vergleich zur ehemaligen Versorgungsrücklage (ausschließlich Anlage in landeseigene Anleihen) deutlich ausgeweitet. Ziel ist die Generierung eines systematischen Renditevorteils gegenüber den Kreditfinanzierungskonditionen des Landes. Neben der Erweiterung im Anleihebereich auf Pfandbriefe / Covered Bonds und Unternehmensanleihen ist insbesondere ein Aktienanteil von maximal 30 % zulässig (§ 3 VersFondsG S-H). Die Mittel des Versorgungsfonds dürfen grundsätzlich nur in euro-denominierte Vermögenswerte angelegt werden.

- Anlagestrategie:

Bei der Anlage der Mittel des Versorgungsfonds SH wird ein sog. passiver Strategieansatz verfolgt. Das bedeutet, es wird weitestgehend auf aktive, marktinduzierte Portfolioumschichtungen verzichtet.

So gilt für den Anleihebereich, dass die erworbenen Papiere nach Kauf grundsätzlich bis zur Endfälligkeit gehalten werden (sog. buy-and-hold-Prinzip). Im Zuge von sich nachträglich verändernden Rahmenbedingungen kann es zu vorzeitigen Verkäufen von Anleihen kommen, u.a. aufgrund von Nachhaltigkeits- oder Bonitätseinstufungen (Rating).

Im Bereich der Aktien erfolgt die Anlage grundsätzlich durch Nachbildung eines vorab festgelegten Nachhaltigkeitsaktienindex, der aus einer Auswahl 50 Einzelwerten aus dem sog. Stoxx Europe 600 besteht. Die Steuerung der Aktienquote (Zielquote: 29 %) und der Anleihelaufzeiten erfolgt unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit, der Einhaltung des Realen Werterhalts sowie der Liquiditätsbedarfe für die (Netto-)entnahmen aus dem Versorgungsfonds.

Der Reale Werterhalt wird vor allem dadurch gewährleistet, dass die Fälligkeiten aus dem ursprünglichen Bestand der Versorgungsrücklage, ausschließlich bestehend aus SH-Anleihen, regelmäßig in risikoarme Papiere reinvestiert werden. Hierdurch wird der Anleihebestand im Kern konstant gehalten.

- Nachhaltigkeit:

Mit dem Versorgungsfonds SH wird bereits seit Errichtung in 2018 eine ganzheitliche Nachhaltigkeitsstrategie verfolgt. Das bedeutet, dass die Nachhaltigkeitskriterien in Bezug auf das gesamte Anlagevermögen (Aktien und Anleihen) Anwendung finden.

Der Nachhaltigkeitsansatz umfasst einen zweistufigen Prozess. Im ersten Schritt finden folgende Ausschlusskriterien Anwendung:

Es werden Staaten ausgeschlossen,

- die die Todesstrafe praktizieren,
- die die aktuellen Klimaschutzprotokolle sowie die UN-Biodiversitätskonvention nicht ratifiziert haben,
- deren Bewertung der politischen und zivilen Freiheit als unzureichend klassifiziert werden,
- die als besonders korrupt eingestuft werden.

Es werden Unternehmen ausgeschlossen,

- die in folgenden Geschäftsfeldern tätig sind (tolerierte Umsatzschwelle: 0 %):
 - Fossile Brennstoffe (Förderung, Aufbereitung, Dienstleister)
 - Atomenergie (Produzenten)
 - Kontroverse Rüstungsgüter (Produzenten, Händler);
- die schwere Verstöße gegen die in den Prinzipien des UN Global Compact niedergelegten Grundsätze verantwortungsvoller Unternehmensführung in den Bereichen Menschenrechte, Arbeit, Umwelt und Korruptionsbekämpfung aufweisen.

Im zweiten Schritt wird zur ESG-Integration ein sog. Best-In-Class-Ansatz angewendet. So werden gezielt diejenigen Emittenten bevorzugt ausgewählt oder höher gewichtet, die unter ökologischen, sozialen- oder ethischen Aspekten führend sind.

Die operative Umsetzung erfolgt im Aktienbereich durch die Nachbildung des Nachhaltigkeitsaktienindex „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50 Index“. Der Index wurde vom Land Berlin eigens für die nachhaltige Aktienanlage von Versorgungsmitteln entwickelt und vom Land Schleswig-Holstein übernommen. Die Anlagen im Anleihebereich basieren auf einer Auswahl an potenziellen Emittenten, die vorab in halbjährlichen Abständen einer Nachhaltigkeitsüberprüfung (sog. Nachhaltigkeitscreening) unterzogen werden.

Insgesamt nimmt das Land Schleswig-Holstein mit diesem umfänglichen und vergleichsweise strengen Ansatz im Bereich des Bundes und der Länder eine Vorreiterrolle ein. Dieser diente auch als Vorbild für das Gesetzesvorhaben Finanzanlagestrategie Nachhaltigkeit in Schleswig-Holstein (FINISH).

- Risikomanagement / Controlling / Berichtswesen:

Die zukünftige Entwicklung des Versorgungsfonds SH hängt von der gewählten Anlagestrategie, von den Marktentwicklungen auf den Aktien- und Rentenmärkten sowie von den Zuführungen und Entnahmen aus dem Landeshaushalt ab. Die Steuerung der Anlagestrategie unter Berücksichtigung der Anlagegrundsätze und der Nebenbedingungen erfordert adäquate Verfahren. Für das Risikomanagement des Versorgungsfonds SH finden insbesondere Simulationsverfahren Anwendung, die das Spektrum möglicher Wertentwicklungen des Vermögens in den verschiedenen Anlageklassen und der damit verbundenen Risiken abbilden. Auch die Bedingung des Realen Werterhalts wird in die Simulationen einbezogen und überwacht. Die entsprechenden Verfahren wurden auf Basis wissenschaftlicher Methoden im Finanzministerium entwickelt und programmiert.

Schließlich wurde im Finanzministerium ein umfassendes, monatliches Berichtswesen an die für den Versorgungsfonds relevanten Gremien (Anlageausschuss und Beirat) installiert.

- Wirtschaftsplan:

Das Sondervermögen ist gemäß § 6 VersFondsG S-H von dem übrigen Vermögen des Landes getrennt zu halten. Der jährliche Wirtschaftsplan (vgl. § 7 VersFondsG S-H) ist als Anlage zum Einzelplan 11 im Landeshaushalt abgebildet. Die Jahresrechnung (vgl. § 8 VersFondsG S-H) ist Gegenstand der jährlichen Haushaltsrechnung.

3. Entwicklung der Versorgungsausgaben

3.1. Rückblick

Seit dem Jahr 1990 sind die Versorgungsausgaben kontinuierlich gestiegen (vgl. Abbildung 1). Diese Steigerung geht sowohl auf die kontinuierlich steigende Höhe der Besoldung zurück (Preiseffekt) als auch auf die steigende Anzahl an Versorgungsempfänger*innen (Mengeneffekt).

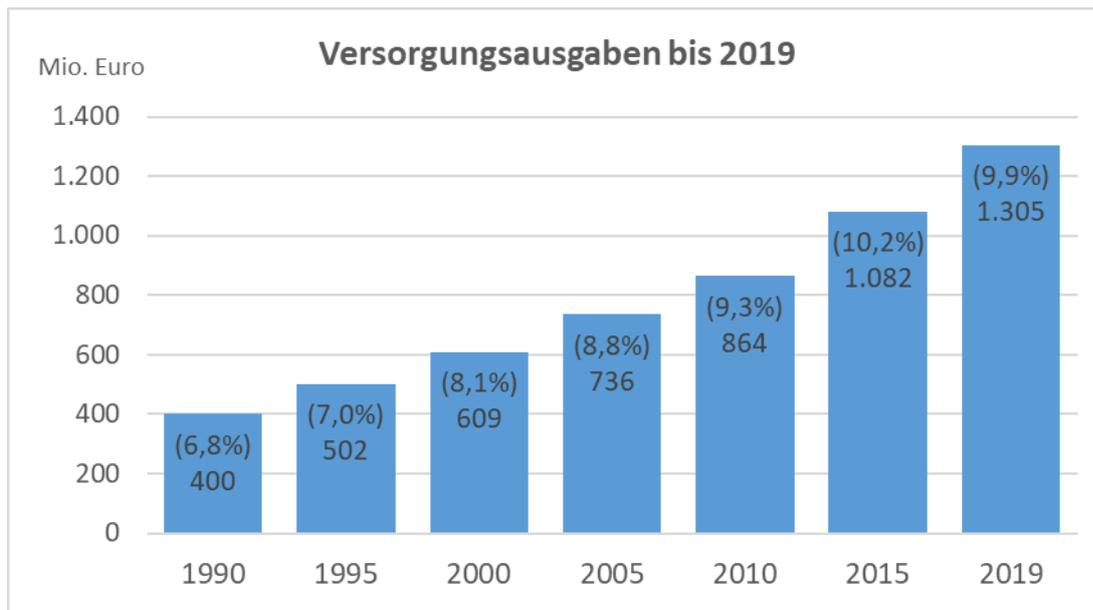


Abbildung 1: Versorgungsausgaben bis 2019

Setzt man die Versorgungsausgaben in Relation zu den Nettoausgaben des Landeshaushalts insgesamt (bereinigt um außergewöhnliche Effekte aus dem Kontext der HSH Nordbank²), ist ersichtlich, dass die Versorgungsausgaben nicht nur absolut gestiegen sind, sondern auch ihr Anteil am Gesamthaushalt zugenommen hat (vgl. Abbildung 1, Werte in Klammern). Betrug der Anteil der Versorgungsausgaben an den Nettoausgaben 1990 noch rd. 6,8 %, sind dies 2000 bereits 8,1 % und 2019 sogar 9,9 %. Das Land Schleswig-Holstein gibt folglich einen immer größeren Anteil seiner Haushaltsmittel für die Versorgung von Ruheständler*innen aus.

² Aufgrund der Stabilisierung und Privatisierung der HSH Nordbank ergeben sich in einigen Haushaltsjahren hohe Belastungen. Würden die Nettoausgaben für den oben durchgeführten Vergleich nicht um diese Sonderbelastung bereinigt, so würde der Anteil der Versorgungsausgaben am Landeshaushalt unterschätzt.

3.2. Projektion

Auch die zukünftigen Versorgungsausgaben werden dem Anstieg der Anzahl der Versorgungsempfänger*innen sowie der Besoldungserhöhungen entsprechend zunehmen. Im Zeitraum bis 2032 werden die Versorgungsausgaben voraussichtlich von derzeit 1.367 Mio. Euro um 755 Mio. Euro auf 2.122 Mio. Euro steigen. Der relative Anteil am Landeshaushalt wird im gleichen Zeitraum auf 12,3 % zunehmen.

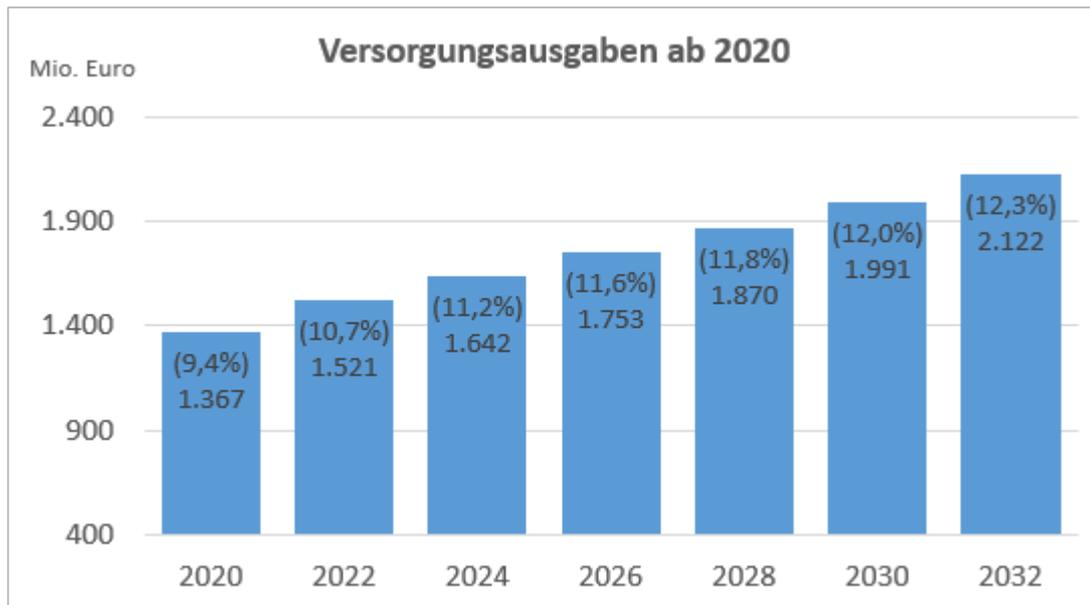


Abbildung 2: Versorgungsausgaben ab 2020

4. Wertentwicklung des Versorgungsfonds

4.1. Rückblick

4.1.1 Umfeld an den Kapitalmärkten

Die Anlagebedingungen für den Versorgungsfonds SH waren von Beginn an herausfordernd. Bereits die Errichtung des Versorgungsfonds im Januar 2018 erfolgte in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld, welches durch ein niedriges Zinsniveau und hohe Aktienkursstände geprägt war. Die jüngsten Ereignisse der Corona-Krise und die Folgen für die Kapitalmärkte stellen aktuell besondere Anforderungen an das Anlagemanagement des Versorgungsfonds.

- *Zinsentwicklung:*

Der Versorgungsfonds startete in 2018 bereits in einem vergleichsweise niedrigen Zinsumfeld. Die folgende Abbildung 3 zeigt die Zinsentwicklung anhand der Finanzierungskonditionen des Landes SH für verschiedene Laufzeiten.

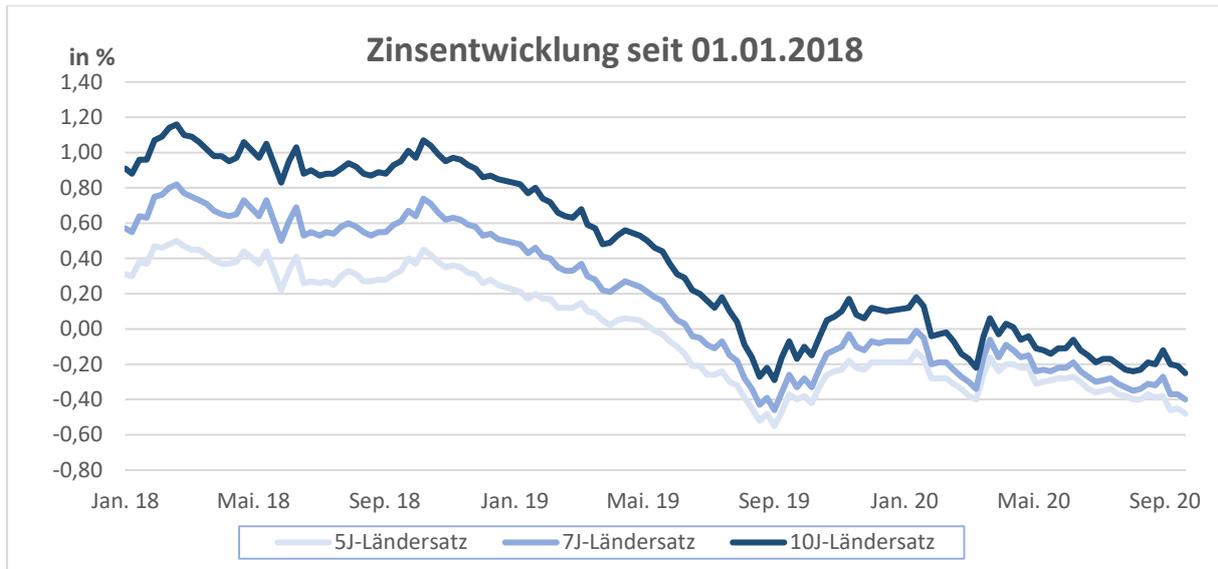


Abbildung 3: Zinsentwicklung seit 01.01.2018

Während es zu Beginn 2018 nach einer kurzen Zinsanstiegsphase noch nach einer möglichen Trendwende aussah, sanken die Zinsen ab Jahresbeginn 2019 kontinuierlich und erreichten im September 2019 einen neuen historischen Tiefstand. Die Ursache dafür lag in zunehmenden, globalen Rezessionsängsten und der Hoffnung auf erneute geldpolitische Lockerungen. Die Entwicklung in 2020 war vor allem durch die Corona-Krise geprägt. Im März 2020 kam es zunächst zu einem deutlichen Renditeanstieg als eine Reaktion auf die finanziellen Auswirkungen des Lockdowns, die für die öffentlichen Haushalte zukünftig sinkende Steuereinnahmen, steigende Ausgaben für Rettungsprogramme und letztlich höhere Defizite bedeuten. Vor allem durch die Ausweitung der massiven Aufkaufprogramme der Notenbanken sanken die Renditen in den vergangenen Wochen wieder auf das Vorkrisenniveau. Es ist damit zu rechnen, dass das aktuelle Niedrigzinsumfeld wenigstens in den nächsten Jahren Bestand hat.

- *Entwicklung der Aktienmärkte:*

2018 war nach Jahren positiver Entwicklung ein schwaches Aktienjahr und die Aktienwerte schwächten sich aufgrund pessimistischer Konjunkturerwartungen phasenweise deutlich ab. In 2019 erfolgte dann eine schrittweise Erholung, die Anfang 2020 in neuen Rekordständen an den Aktienmärkten gipfelte. Im Rahmen des Ausbruchs der Corona-Krise kam es ab März zu einem massiven Einbruch der Aktienmärkte mit deutlichen Kursverlusten. Die expansiven Maßnahmen der Notenbanken und eine zwischenzeitliche Beruhigung der Nachrichtenlage rund um die Entwicklung des Corona-Virus führten im weiteren Verlauf des Jahres zu einer schnellen Kurserholung. Diese Erholung ist im Wesentlichen liquiditätsgetrieben und spiegelt sich nicht in der Umsatz- und Gewinnentwicklung der meisten Unternehmen wider.



Abbildung 4: Entwicklung Aktienindex „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50“³

- *Anlagemanagement:*

Am 1.1.2018 wurde die ehemalige Versorgungsrücklage in den Versorgungsfonds überführt. Das Anlagevermögen in Höhe von 641 Mio. Euro bestand zunächst vollständig aus Anleihen des Landes Schleswig-Holstein. Wesentlicher Aspekt mit Bezug auf das Anlagemanagement war die Verankerung eines Anlagehorizonts bis mindestens 2028 und die Ausweitung des Anlagespektrums mit dem Ziel, einen systematischen Renditevorteil gegenüber den landeseigenen Anleihen zu generieren (vgl. Abschnitt 2.5.).

Die nachfolgende Abbildung 5 zeigt die Bestandsentwicklung des Versorgungsfonds im Zeitablauf seit Errichtung, aufgeteilt nach Anlageklassen. Der Bestandswert errechnet sich aus Aktien bewertet zum Kurswert, Anleihen zum Nominalwert zuzüglich Stückzinsen sowie dem Kassenbestand zum jeweiligen Bewertungsstichtag.

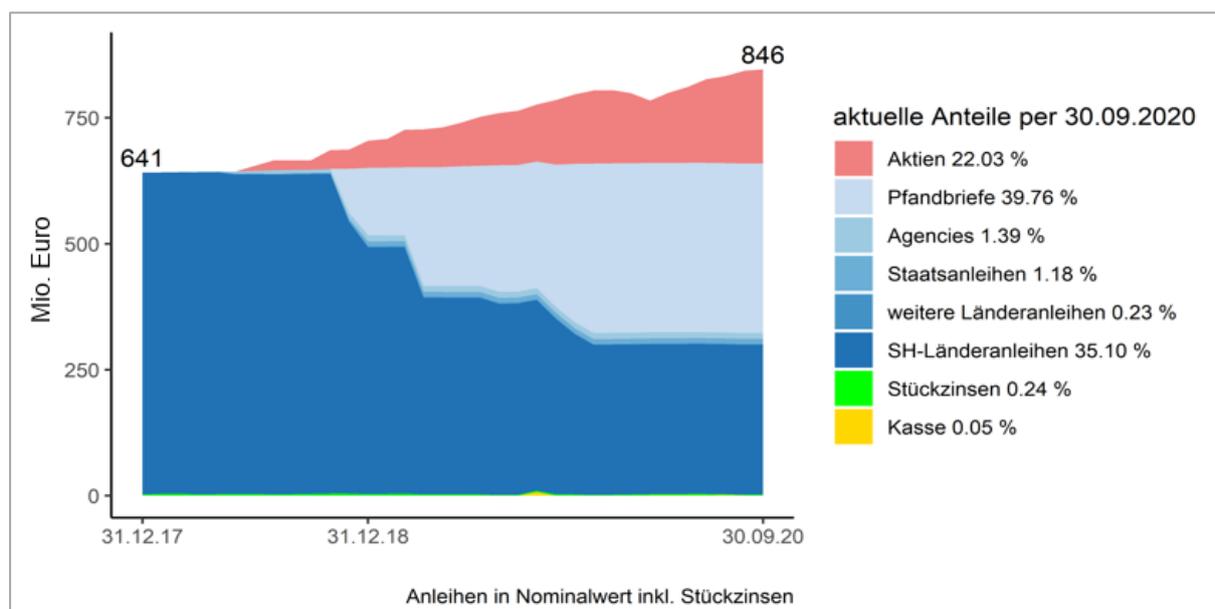


Abbildung 5: Bestandsveränderung Versorgungsfonds im Zeitablauf

³ Quelle: Solactive AG, Factsheet.

Im Anleihebereich wurden die SH-Anleihen im Zuge der Fälligkeiten sukzessive in bonitätsstarke, höher rentierliche Euro-Anleihen umgeschichtet. Es wurde vornehmlich in Pfandbriefe bzw. Covered Bonds investiert. Diese sind mit Immobilien besichert, tragen eine (Rest-) Laufzeit von 5 bis 10 Jahren und beinhalten einen Renditevorteil von im Durchschnitt rd. 0,15 Prozentpunkten gegenüber den Landespapieren. Während die SH-Anleihen mittlerweile bis auf einen Anteil von 36 % des Gesamtbestandes reduziert wurden, stieg der Anteil an Pfandbriefen bzw. Covered Bonds im Verlauf der vergangenen 2 ½ Jahren kontinuierlich auf nunmehr 40 % an. Der entsprechende Bestand verteilt sich auf 35 internationale Emittenten (vgl. Abbildung 6). Die Anleiheemittenten werden in halbjährlichen Abständen einem Nachhaltigkeitscreening unterzogen. Bislang mussten aus dem Bestand lediglich zwei Anleihen aufgrund von Verstößen gegen die vorgegebenen Nachhaltigkeitskriterien veräußert werden. Die Papiere konnten marktschonend verkauft und in Anleihen nachhaltiger Emittenten reinvestiert werden.

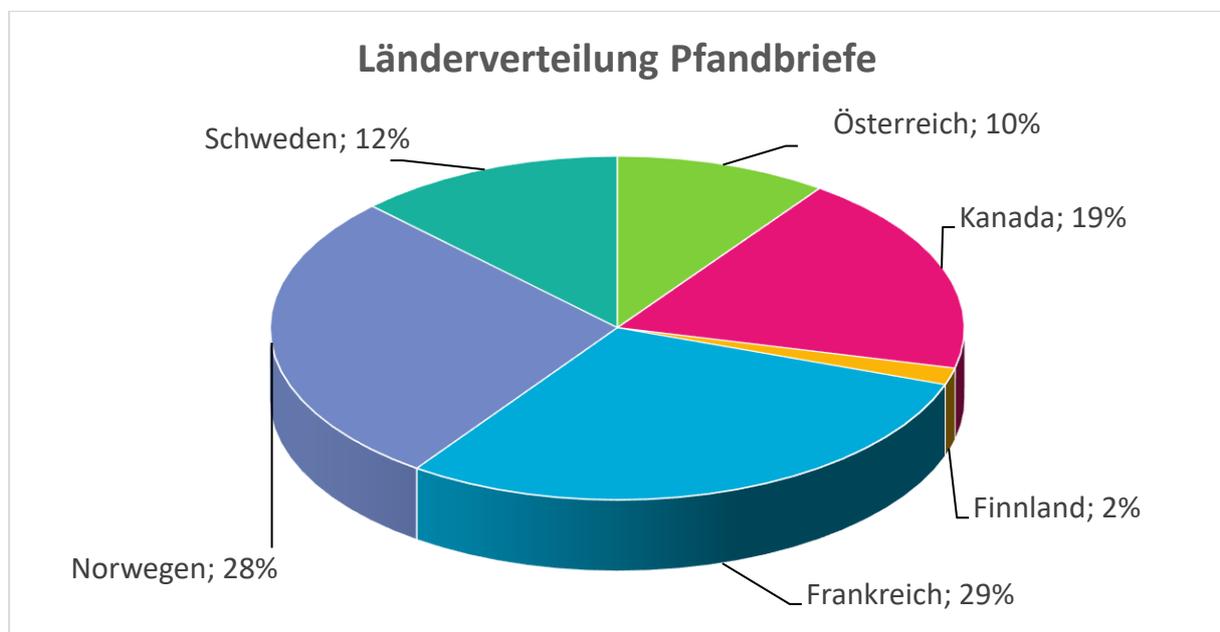


Abbildung 6: Länderverteilung Pfandbriefe

Der Aktienbestand wurde bislang durch die jährlichen Zuführungen aus dem Landeshaushalt aufgebaut. Die angestrebte Zielquote liegt bei 29 % des Gesamtbestandes des Versorgungsfonds. Zur Streuung der Kursrisiken werden die Zuführungen auf mehrere Anlagezeitpunkte über das Jahr betragsmäßig gleichverteilt. Während die Zuführungen in 2018 in der Regel noch quartalsweise erfolgten, wurden ab Mai 2019 monatliche Zuführungen vorgenommen, um bei den Kaufterminen Risiken starker Kursschwankungen zu reduzieren (vgl. Abbildung 7).

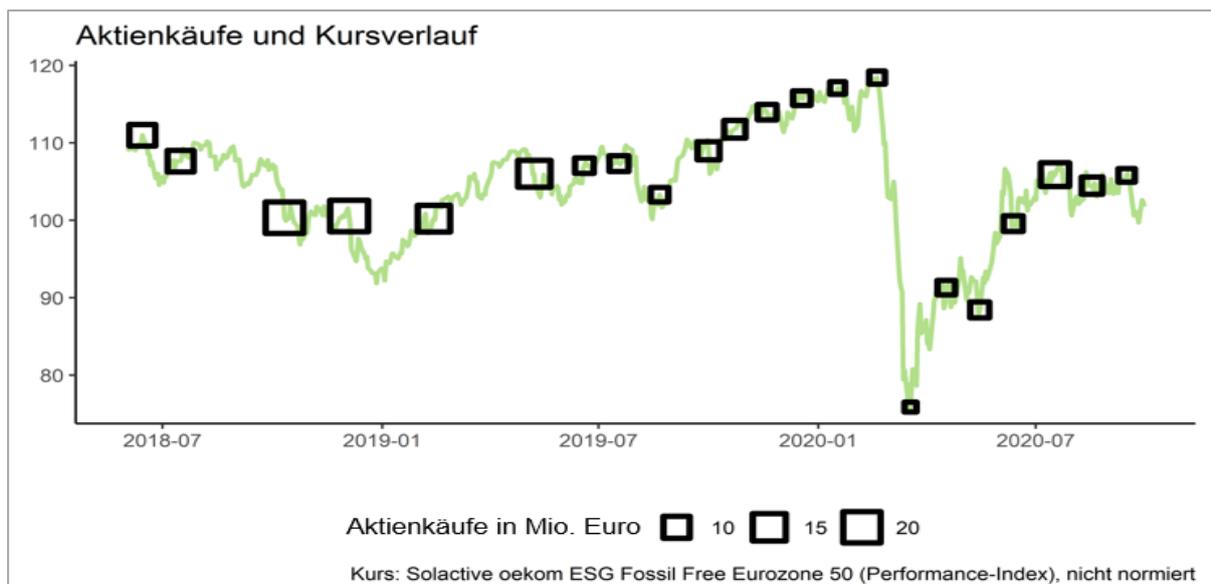


Abbildung 7: Aktienkäufe und Kursverlauf des „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50 Index“

Die Aktien werden nach Maßgabe des Nachhaltigkeitsindex „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50“ angelegt. Dieser Index enthält 50 Einzelwerte aus einem Anlageuniversum der 600 größten börsennotierten Unternehmen Europas. Die Auswahl und Gewichtung der 50 Unternehmen erfolgt auf Basis vorgegebener Nachhaltigkeitskriterien (vgl. Abschnitt 2.5.) und der Marktkapitalisierung⁴. Einmal jährlich (i.d.R. Mitte Juli) wird die Zusammenstellung seitens des Indexanbieters Solactive AG in Zusammenarbeit mit der Nachhaltigkeitsratingagentur ISS ESG aktualisiert. Üblicherweise ändert sich hierdurch die Zusammensetzung des Index sowie die Gewichtung der einzelnen Unternehmen, die maximal 5 % betragen darf. Bislang wurden im Zuge der zeitpunktbezogenen Anpassungen im Durchschnitt drei Unternehmen ausgetauscht sowie die entsprechenden Gewichtungen adjustiert. Die Umsetzung der entsprechenden An- und Verkäufe erfolgt im Zuge der regelmäßigen Zuführungen im Juli.

4.1.2. Ausrichtung der Anlagestrategie des Versorgungsfonds

Der passive Strategieansatz des Versorgungsfonds hat sich in den vergangenen zweieinhalb Jahren bewährt. Vor allem die Corona-bedingten Markturbulenzen der letzten Monate können als „Stresstest“ bezeichnet werden, dem der Versorgungsfonds standhalten konnte. In Bezug auf die Anleihen zahlte sich aus, dass ausschließlich in Papiere mit sehr guter Bonität investiert wurde. Es sind keine Emittenten ausgefallen.

⁴ Details zum Index, siehe auch: Leitfaden Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50 Index, Version 1.1 vom 01.06.2019, https://www.solactive.com/wp-content/uploads/2019/06/Guideline_Solactive-oekom-ESG-Fossil-Free-Eurozone-50-Index.pdf.

Im Aktienbereich wurden trotz der massiven Kurseinbrüche, vor allem zu Beginn der Corona-Krise, keine panikartigen Verkäufe getätigt. Dementsprechend wurden keine Kursverluste realisiert. Vielmehr wurde auch während der Krisenmonate weiterhin an den monatlichen Aktienkäufen aus Zuführungen festgehalten. Aufgrund der Erholung der Aktienmärkte in den vergangenen Wochen konnten die Buchwertverluste unter Einbeziehung der erhaltenen Dividenden zwischenzeitlich nahezu vollständig kompensiert werden.

- *Renditeentwicklung:*

Die zentrale Größe für eine rückwirkende Bewertung des Anlagemanagements ist die Rendite mit Bezug auf das Gesamtportfolio. Die nachfolgende Abbildung 8 zeigt die monatliche Entwicklung der Anleihe-, Aktien- und Gesamtrendite des Versorgungsfonds p.a. jeweils ausgehend vom 01.01.2018.

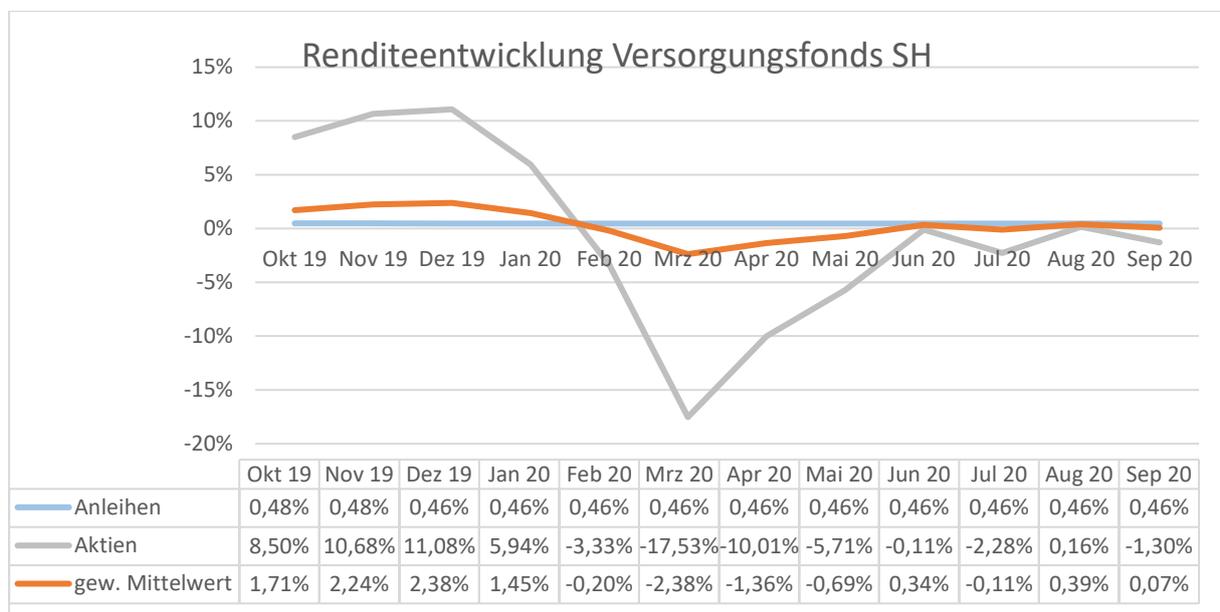


Abbildung 8: Renditeentwicklung des Versorgungsfonds SH p.a.

Die Rendite des Anleiheportfolios beinhaltet die durchschnittliche Einstandsrendite der aktuell im Bestand befindlichen Anleihen. Da die Anleihen im Rahmen der passiven „buy-and-hold“ Strategie grundsätzlich bis zur Endfälligkeit gehalten werden, erfolgt die Gewichtung anhand der jeweiligen Nominalwerte. Kursschwankungen finden somit keine Berücksichtigung.

Die Rendite des Aktienportfolios wird nach der Methode des „internen Zinsfußes“ berechnet. Dabei wird jeweils zum jeweiligen Stichtag per Monatsende die Summe aller Aktienkäufe und –verkäufe, die seit Auflage des Versorgungsfonds getätigt wurden, unter Berücksichtigung der Dividenden zum Kurswert bewertet. Somit werden sowohl positive als auch negative Kursschwankungen einbezogen.

Bemerkenswert ist, dass die Rendite des Aktienportfolios im Verlauf der letzten 12 Monate im einer Spanne von plus 11 % bis minus 18 % aufgrund der Marktentwicklungen relativ stark schwankt. Die Auswirkungen auf die Gesamtrendite sind im Zuge der schrittweisen Erhöhung der Aktienquote bislang allerdings noch vergleichsweise gering.

- *Nachhaltigkeit und Rendite:*

Die Frage, ob nachhaltige Kapitalanlagen unter Renditegesichtspunkten ggf. nachteilig im Vergleich zu konventionellen Anlagen sind, wird regelmäßig im Rahmen des Berichtswesens des Versorgungsfonds für den Aktienbereich anhand eines statistischen Test-Verfahrens untersucht. Dabei werden die Verteilungen der historischen Tagesrenditen (dargestellt als empirische Dichtefunktionen) des nachhaltigen Aktienindex „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50 Index“ sowie des „konventionellen“ Vergleichsindex EURO STOXX 50 gegenübergestellt (vgl. Abbildung 9).

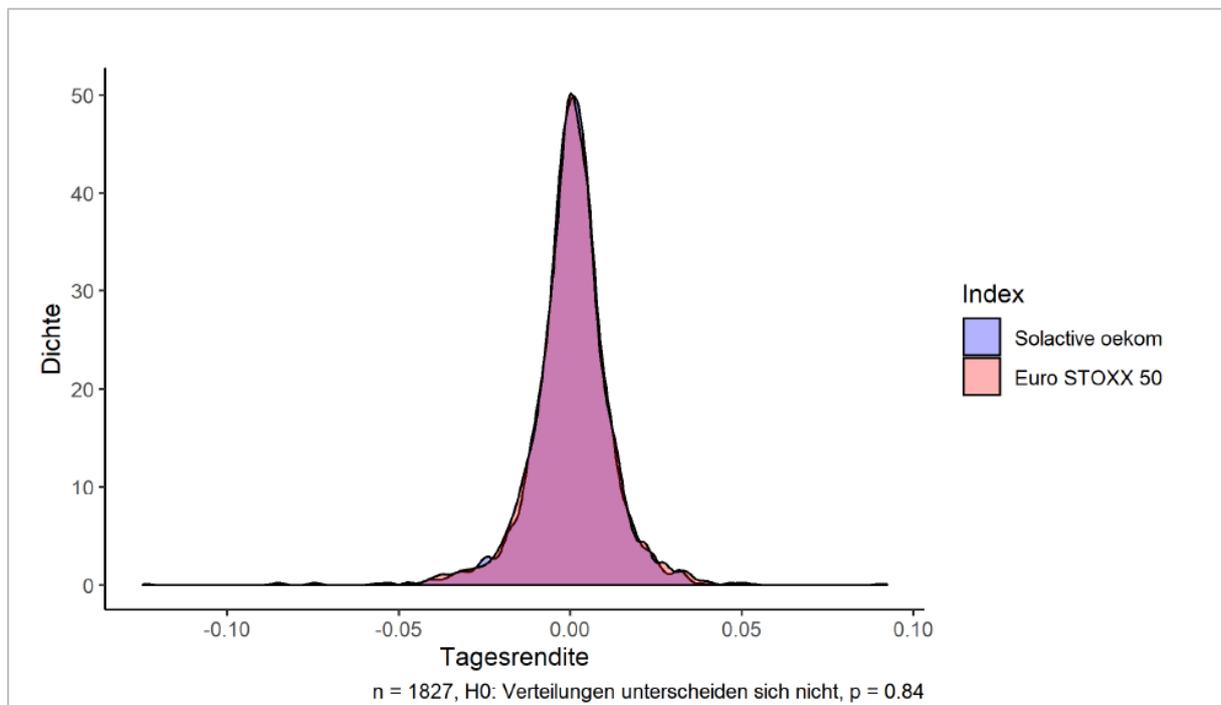


Abbildung 9: Tagesrenditen „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone“ vs. „Euro Stoxx 50“

Es wird deutlich, dass die Verteilung der Tagesrenditen des auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Solactive-Index sich statistisch nicht von der Tagesrenditen-Verteilung des Euro STOXX 50 unterscheidet (Cramér-von-Mises-Test). Anders ausgedrückt: Im Vergleich zum Euro STOXX 50 kann man keine nachteilige Auswirkung der Nachhaltigkeitskriterien auf die bislang realisierten Tagesrenditen nachweisen.

- *Realer Werterhalt:*

Der Reale Werterhalt (vgl. Abschnitt 2.4.) ist als zentrale Restriktion mit Bezug auf potenzielle Entnahmen aus dem Versorgungsfonds SH gesetzlich festgeschrieben (§ 5 VersFondsG S-H). Der Reale Werterhalt wird seit Errichtung des Versorgungsfonds SH im Rahmen des Berichtswesens und Controllings laufend überwacht und wurde bislang stets eingehalten.

4.2. Projektion

Die zukünftige Entwicklung des Versorgungsfonds SH hängt von einer ganzen Reihe unterschiedlicher Faktoren ab. Ein wesentlicher Aspekt ist die Entwicklung der zukünftigen Versorgungsausgaben und die damit verbundene (Netto-)Zuführung bzw. Entnahme (vgl. Abschnitt 2.4.). Ferner hat auch die Kapitalmarktentwicklung einen wesentlichen Einfluss. Grundlage für die Projektion der Wertentwicklung des Versorgungsfonds SH sind das bestehende Konzept und die darauf ausgerichteten Prozesse („Status Quo“). Die zukünftige Wertentwicklung des Versorgungsfonds SH (Anleihe- und Aktienbereich) sowie die Entwicklung des Realen Wertehalts werden mit Hilfe statistisch-ökonomischer Verfahren geschätzt. Insgesamt werden die Jahre bis einschließlich 2032 betrachtet, da für diesen Zeitraum belastbare Daten für die Versorgungsausgaben vorliegen. Berechnungstichtag ist der 30.09.2020.

4.2.1. Annahmen der Projektion

- Zuführung- und Entnahmeplanung:

Das VersFondsG S-H sieht Entnahmen zur „Verstetigung und Begrenzung der haushalterischen Auswirkungen des Anstiegs der Versorgungsausgaben auf maximal 1,5 % jährlich“ vor. Ein Anstieg von Versorgungsausgaben kann grundsätzlich aus zwei Ursachen erwachsen: Einer Steigerung der Anzahl an Versorgungsempfänger*innen sowie einer Erhöhung der Versorgungsbezüge. Die Erhöhungen der Versorgungsbezüge orientieren sich an den Tarifsteigerungen und den Besoldungserhöhungen. Sie stellen die Verteuerung von Arbeitskraft im Laufe der Zeit dar, die im Wesentlichen durch Inflation und Wirtschaftswachstum getrieben ist. Da letztere sich auch auf der Einnahmeseite des Landeshaushalts niederschlägt, ist eine Begrenzung der Ausgaben unter Einsatz der Mittel des Versorgungsfonds diesbezüglich nicht zielführend. Im Gegensatz dazu ist die Erhöhung der Anzahl der Versorgungsempfänger mit höheren Ausgaben verbunden, ohne dass ihnen eine Erhöhung der Einnahmen gegenübersteht. Die Begrenzung auf ein Wachstum von 1,5 % wird daher nur auf letzteren Wachstumsfaktor (Mengeneffekt) beschränkt.

Die Berechnung erfolgt wie folgt (vgl. Abbildung 10): Auf Basis der aktiven und passiven Beamt*innen wird für die Zukunft eine Projektion der Versorgungsausgaben, zunächst ohne Versorgungserhöhung, d.h. nur fallzahlbezogen, berechnet (blaue Linie). Demgegenüber wird eine Kappungsgrenze berechnet, die basierend auf den Versorgungsausgaben des Jahre

2018 um 1,5 % p.a. wächst (blau gestrichelt). Die Differenz ergibt die gesetzlich zulässige Entnahme aus dem Fonds.

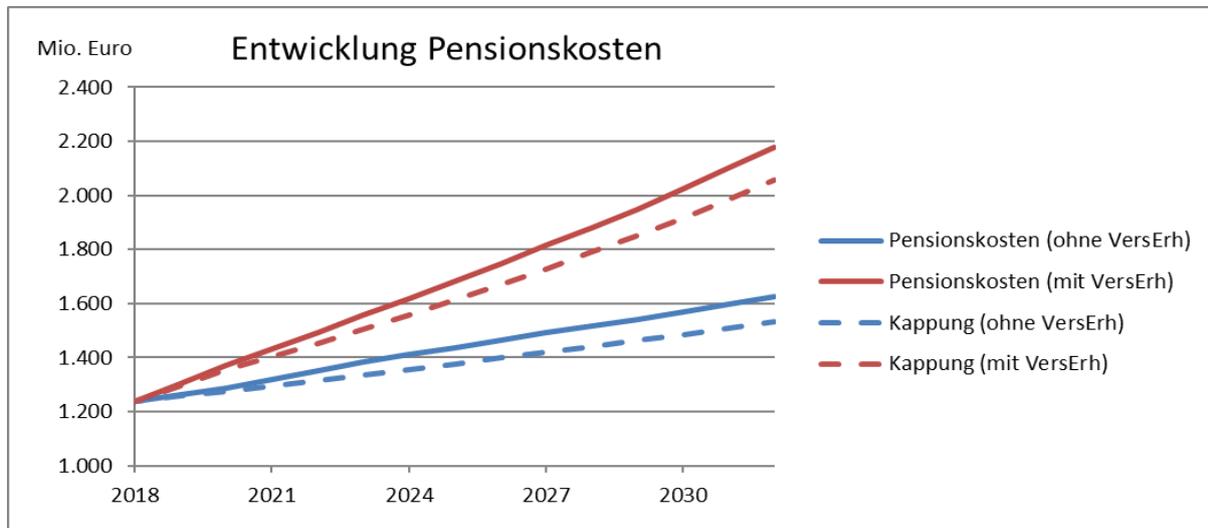


Abbildung 10: Entwicklung der Pensionskosten

Die Darstellung kann alternativ auch unter Berücksichtigung vergangener und zukünftig erwarteter Versorgungserhöhungen erfolgen (rote Linien).

Das VersFondsG S-H sieht vor, dass sich die Zuführung an der im Jahr 2017 geleisteten Abführung zur Versorgungsrücklage orientiert (vgl. § 4 Abs. 2 VersFondsG S-H). Dies entspricht einem konstanten jährlichen Betrag von 79,3 Mio. Euro. Hinzu kommen ab 2020 die Zuführungen von 100 Euro monatlich pro Neueinstellung (vgl. § 4 Abs. 3 VersFondsG S-H). Letztere werden für die Planjahre auf Basis des Personalstruktur- und Management-Berichts ermittelt bzw. für die fernere Zukunft pauschal mit 1.000 Personen angesetzt. Die tatsächliche Anzahl der neu eingestellten Personen steht erst zum Ende des Jahres fest. Sie kann daher zum Zeitpunkt der Haushaltsaufstellung noch nicht berücksichtigt werden. Aus diesem Grund ist vorgesehen, eine Spitzabrechnung nach Abschluss des Haushaltsjahres durchzuführen und diese bei der (Netto-)Zuführung des übernächsten Jahres mit Hilfe eines Korrekturbetrags zu berücksichtigen.

Die nachstehende Abbildung 11 zeigt die Zuführung- und Entnahmeplanung des Versorgungsfonds SH, die auch der Finanzplanung 2020-2024 zu Grunde liegt:

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

Abbildung 11: Zuführung- und Entnahmeplanung des Versorgungsfonds SH

Mit Bezug auf das Anlagemanagement ist im Rahmen der Projektion vorgesehen, dass die Nettoszuführungen bis zur Erreichung der maximalen Quote von 30 % in Aktien und danach in Anleihen angelegt werden. Die ab 2029 geplanten Nettoentnahmen werden aus dem Anleihebestand entnommen, deren Fälligkeitsstruktur auf die entsprechende Liquiditätsplanung ausgerichtet ist.

Als das VersFondsG S-H verabschiedet wurde, ging man davon aus, dass die oben ausgeführten Regeln bis einschließlich 2023 zu (Netto-)Zuführungen führen, während ab 2024 bereits (Netto-)Entnahmen geplant waren. Im Zuge der Überarbeitung der Finanzplanung kommt es erst im Jahr 2029 zu (Netto-)Entnahmen.

- Anleihen:

Für den Anleihebereich ist in der Fortschreibung der bisher geltenden Praxis vorgesehen, dass die in Zukunft fällig werdenden Anleihen des Bestandes und Zinserträge wiederum in Anleihen angelegt werden. Die Reinvestitionen erfolgen zu unterschiedlichen Laufzeiten und den entsprechenden, erwarteten Anleiherenditen. Das Spektrum möglicher Zinsentwicklungen wird

mit Hilfe der im Finanzministerium eingesetzten wissenschaftlichen Verfahren abgeleitet (simuliert). Die Basis bilden – in konservativer Annahme – die aktuellen, sehr niedrigen Zinssätze (vgl. Abbildung 3) sowie die daraus abgeleiteten Zinssätze für die kommenden Jahre (sog. Forwardzinssätze). Nach dem Verfahren werden die Zinssätze für die Laufzeiten von einem bis zu zehn Jahren simuliert. Im Ergebnis ist davon auszugehen, dass beispielsweise die Zinsen für die 10-jährige Laufzeit im Durchschnitt für weitere drei Jahre im negativen Bereich und auch danach noch sehr niedrig bleiben werden (-0,27 % per Ende 2020, 0,03 % per Ende 2024). Ein Beispiel für Ergebnis der Ableitung eines Zinssatzspektrums auf Basis von 2000 Simulationen mit Bezug auf den 10-jährigen Zinssatz findet sich im Anhang.

Im Hinblick auf die bestehende hohe Bonität der Anleihen bleibt das Kreditrisiko, d.h. die Wertveränderung aufgrund eines Ausfalls oder einer Bonitätsverschlechterung der Emittenten, im Rahmen der Projektion unberücksichtigt.

- Aktien:

Im Aktienbereich erfolgt der Bestandsaufbau weiter durch Investition der geplanten Zuführungen und Zinszahlungen. Auch hier wird das Spektrum der zukünftigen Wertentwicklung des Nachhaltigkeitsindex „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50 Index“ unter Einsatz wissenschaftlicher Verfahren simuliert. In einem ersten Schritt wird auf Basis der bisherigen Monatsrenditen des Index u.a. deren Schwankungsbreite (sog. Volatilität) geschätzt. Mithilfe der historischen Volatilität werden danach 2000 mögliche Verläufe von zukünftigen Monatsrenditen simuliert und jeweils die Wertentwicklung des Aktienportfolios von Monat zu Monat unter Einbeziehung der Neukäufe berechnet. Für die simulierten Aktienkäufe ist die Bedingung der maximalen Aktienquote von derzeit 30 % maßgeblich. So werden Aktien in Anleihen umgeschichtet, sobald im Zuge der Wertsimulationen der maximale Anteil überschritten wird.

- Realer Werterhalt:

Schließlich wird der für den realen Werterhalt maßgebliche Anfangsbestand zu Beginn 2018 in Höhe von rd. 641 Mio. EUR unter Berücksichtigung der erwarteten Preisentwicklung in die Zukunft fortgeschrieben. Zur fundierten Abschätzung der Inflationsentwicklung, konkret mit Bezug auf den harmonisierten Verbraucherpreisindex, kommen auch hier Simulationsverfahren zum Einsatz. Das Ergebnis ist ein stabiles Spektrum der für das Anlagemanagement zukünftig relevanten Wertuntergrenzen.

4.2.2. Ergebnisse der Projektion

Die gesamte Projektion erfolgt auf Basis statistisch-ökonomischer Verfahren. Die Simulationsmethodik erlaubt eine fundierte Quantifizierung verschiedener Wertentwicklungsmöglichkeiten des Versorgungsfondsportfolios. Die nachfolgende Abbildung 12 zeigt das gesamte

Wertentwicklungsspektrum des Versorgungsfonds unter Berücksichtigung der oben genannten Parameter für den Zeitraum bis 2032 und unterschiedlicher Konfidenzintervalle (Wahrscheinlichkeitsniveaus). Zusätzlich ist die Entwicklung des Realen Werterhalts auf Basis des Spektrums möglicher Inflationsverläufe dargestellt („jeweils Trichter“ in verschiedenen Schattierungen).

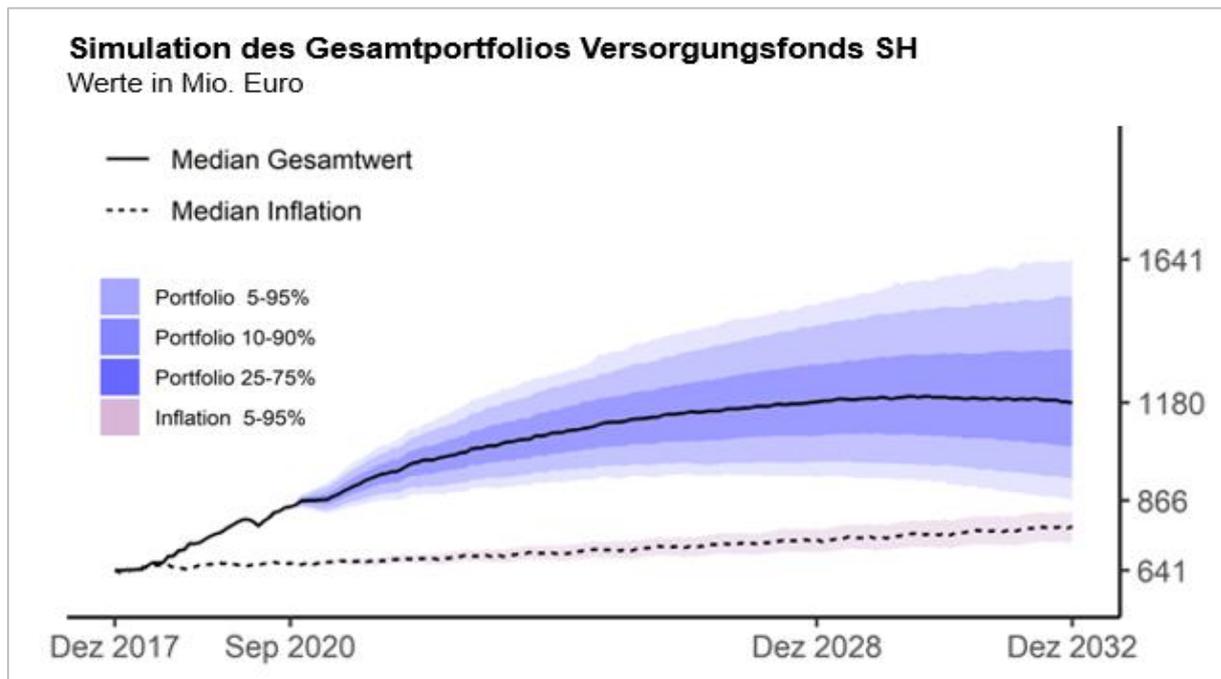


Abbildung 12: Simulation des Gesamtportfolios Versorgungsfonds SH

- Interpretation:

Das obere Spektrum („Trichter“ in blauer Schattierung) stellt die potenziellen, zukünftigen Wertentwicklungen des Gesamtportfolios des Versorgungsfonds SH und die entsprechende Wahrscheinlichkeitsverteilung dar. Die schwarze Linie markiert rückblickend den tatsächlichen Vermögensbestand des Versorgungsfonds und zukünftig den im Mittel zu erwartenden Portfoliowert (Median). Aus dem Spektrum möglicher Wertentwicklungen lassen sich Aussagen ableiten. So beträgt mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 % der Wert des Vermögensbestandes des Versorgungsfonds zum Ende des Jahres 2032 mindestens 1.180 Mio. Euro. Im pessimistischen Szenario, am unteren Rand des Spektrums mit einer 5 %-igen Wahrscheinlichkeit, liegt der Portfoliowert in 2032 lediglich bei höchstens 853 Mio. Euro. Auf der anderen Seite des Spektrums, in einem optimistischen Szenario mit gleicher geringer Wahrscheinlichkeit von 5 %, erreicht das Vermögen einen Wert von mehr als 1.641 Mio. Euro. Im Zusammenhang liegt der Vermögenswert auf Basis der Annahmen mit einer 90 %-igen Wahrscheinlichkeit zwischen 853 und 1.641 Mio. Euro. Es wird deutlich, dass das Chance-Risiko-Profil des Versorgungsfonds auf Basis der simulierten Wertentwicklungen nicht symmetrisch verläuft. Die potentiellen Chancen (Differenz zwischen dem optimistischen und dem erwarteten Szenario) überwiegen mit 461 Mio. Euro im Vergleich zu den potentiellen Risiken (Differenz zwischen dem erwarteten und dem pessimistischen Szenario) mit 314 Mio. Euro.

Der deutliche Anstieg des Versorgungsfondsvermögens bis 2027/2028 ist grundsätzlich auf die jährlichen Nettozuführungen zurückzuführen. Ab 2029 ist eine leichte Abschmelzung des Versorgungsfondsvermögens aufgrund der zunehmenden Nettoentnahmen erkennbar.

Das untere Spektrum des „inflationierten“ Anfangsbestandes des Versorgungsfonds bezieht sich auf den realen Werterhalt. So käme es zu einer Verletzung der Bedingung des Realen Werterhalts, wenn sich der Trichter der Wertentwicklung des Versorgungsfonds mit dem Trichter des „inflationierten“ Anfangsbestandes überschneiden würde. Aus dem Zusammenspiel lässt sich eine Überschreitungswahrscheinlichkeit mit Bezug auf den realen Werterhalt ableiten. Wie die nachfolgende Tabelle zeigt, ist diese – auf Basis der Zuführungs- und Entnahmeplanung – zunächst faktisch nicht vorhanden. Sie besteht rechnerisch erst ab dem Jahr 2029 aufgrund der geplanten Nettoentnahmen.

2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,3 %	0,6 %	1,4 %

Während im Rahmen der Projektion bis 2030 bspw. nur 6 von 2.000 Szenarien zu einem Bruch des Realen Werterhalts führen, sind es 28 Szenarien bis 2032. Insgesamt handelt es sich um „Ausreißer“, also um sehr unwahrscheinliche Marktkonstellationen (z.B. extrem hohe Inflation kombiniert mit einem äußerst niedrigen Zinsniveau und / oder einbrechenden Aktienmärkten).

Insgesamt zeigt die Projektion, dass das bestehende Konzept des Versorgungsfonds und die bislang verfolgte Anlagestrategie zu einer soliden Wertentwicklung in den zukünftigen Jahren führen. Die entwickelten wissenschaftlichen Verfahren zur Rendite-Risiko-Steuerung, begleitet von einem regelmäßigen Controlling und entsprechendem Berichtswesen, liefern fundierte Aussagen und haben sich im Rahmen des Risikomanagements bewährt. Die Einhaltung des Realen Werterhalts ist in den kommenden Jahren nicht gefährdet.

5. Bewertung und Weiterentwicklung

5.1. Zwischenfazit

In den zukünftigen Haushaltsjahren werden die Versorgungsausgaben, wie in Abschnitt 3.2. dargestellt, weiterhin einen erheblichen Anteil der Ausgaben des Landeshaushaltes ausmachen. Die Zahl der Versorgungsempfänger*innen wird kontinuierlich steigen und die Versorgungsausgaben voraussichtlich auf 2.122 Mio. Euro im Jahr 2032 anwachsen. Die Notwendigkeit der Fortführung der finanziellen Vorsorge für zukünftige Haushaltsjahre ist somit offensichtlich. Der Versorgungsfonds leistet in seiner bisherigen Funktion als zusätzliches Finanzierungsinstrument einen wertvollen Beitrag zur Begrenzung und Verstetigung dieser finanziellen Lasten. Das Versorgungsfondsvermögen kann unter den bestehenden Voraussetzungen

in den kommenden Jahren weiterhin aufgebaut werden, wenn auch mit abnehmenden Zuführungsbeträgen. Erst ab dem Jahr 2029 müssten dem Versorgungsfonds Mittel (netto) entnommen werden um weiterhin den Ausgleich der Versorgungsausgabenspitzen zu decken (vgl. Abschnitt 4.2.). Die langfristige Vermögensaufbauphase trägt zum einen zu der positiven Wertentwicklung des Versorgungsfonds in den kommenden Jahren bei. Das Anlagemanagement der Versorgungsgelder hat zum anderen und in gleichem Maße Anteil daran. Auf Basis der unter Abschnitt 4.2. dargestellten Projektion der Wertentwicklung ist in 2032 insgesamt ein Vermögensbestand in Höhe von 1.180 Mio. Euro zu erwarten. In Bezug auf das aktuelle Versorgungsfondsvermögen von in Höhe von 846 Mio. Euro (Stichtag: 30.09.2020) entspricht dies einer mittleren jährlichen Wertzuwachsrate von 2,8 %.

Die Ausführungen in Kapitel 4 zeigen, dass sich das Konzept des Versorgungsfonds bislang bewährt hat und sich im Hinblick auf eine Fortführung in den zukünftigen Jahren als tragfähig erweist. Vor dem Hintergrund der schwierigen Kapitalmarktbedingungen gilt dies insbesondere auch für das Anlagemanagement, die zieladäquaten Verfahren zur Rendite-Risiko-Steuerung sowie für das umfangreiche Berichtswesen. Der langfristig ausgerichtete, passive Strategieansatz hat haben sich vor allem im Zuge starker Schwankungen an den Aktienmärkten sowie seit Ausbruch der Corona-Krise als zweckmäßig erwiesen. So konnten größere Kursverluste bislang weitgehend verhindert werden. Auf der Anleihe Seite sind aufgrund der bewusst vorsichtigen Anlagestrategie keine Zahlungsausfälle zu verzeichnen.

5.2. Ansatzpunkte zur Weiterentwicklung

5.2.1. Finanzpolitische Aspekte

Die in Abschnitt 3.2 dargestellte Projektion der zukünftigen Versorgungsausgaben zeigt, dass die Belastung auch in Zukunft stetig steigt. Die Zielsetzung der Stabilisierung der Versorgungsausgaben über einen langfristigen Horizont ist folglich nur durch Fortführung des Versorgungsfonds zu erreichen. Die Ausführung zur Projektion in Abschnitt 4.2. verdeutlichen, dass dies mit dem bestehenden Konzept des Versorgungsfonds über einen Zeitraum bis 2032 mit hoher Wahrscheinlichkeit gelingen wird.

Die schrittweise Umstellung des Versorgungsfonds auf Zuführungen in Relation zu den Neueinstellungen ermöglicht zudem, die Ruhestandskosten von Versorgungsempfänger*innen verursachungsgerecht in den Jahren des aktiven Dienstes im Haushalt abzubilden und so zukünftigen nicht finanzierten Versorgungsspitzen von vornherein entgegenzuwirken.

Der Versorgungsfonds ist somit ein finanzpolitisch sinnvolles Instrument. Vor dem Hintergrund der nunmehr aktualisierten Planungen, kann der Versorgungsfonds in seiner bisherigen Form bis 2032 fortgeführt werden.

Die grundsätzliche Zweckmäßigkeit des Versorgungsfonds wurde auch im Rahmen der Anhörungen zum Schuldentilgungsplan des Landes Schleswig-Holstein (vgl. Drs. 19/1373) im vergangenen Jahr von wirtschaftswissenschaftlichen Experten grundsätzlich bestätigt. Teilweise

wurde sogar ein umfangreicherer Aufbau des Versorgungsfondsvermögens empfohlen. Eine finanzielle Vorsorge mit höherem Deckungsgrad zukünftiger Versorgungslasten ist aufgrund der aktuellen Haushaltslage vorerst nicht möglich. Die umfänglichen Maßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Krise und die entsprechend angespannte Finanzlage des Landes lassen momentan keinen Spielraum, die haushalterischen Zuführungen über das festgelegte Maß hinaus zu steigern. Daher wird weiterhin an dem Versorgungsfonds in seiner Funktion als langfristig begleitendes Finanzierungsinstrument mit der entsprechenden Umsetzungsmethodik festgehalten. Die Zielsetzung bleibt unverändert die Stabilisierung der Versorgungsausgabenspitzen (Begrenzung des mengenmäßigen Anstiegs der Versorgungsausgaben, vgl. Abschnitt 4.2.). Neben den konstanten jährlichen Zuführungen aus dem Haushalt sollen auch die monatlichen Zuführungen in Höhe von 100 Euro pro Neueinstellung fortgesetzt werden. Diese könnten in Zukunft aufgestockt werden, sofern es die Haushaltslage zulässt. Zudem besteht jederzeit die Möglichkeit, außerplanmäßige Zuführungen aus dem Haushalt an den Versorgungsfonds zu leisten.

Grundsätzlich ist die Prognose der Entwicklung der Versorgungsausgaben sowie des Vermögenswertes des Versorgungsfonds mit Unsicherheiten behaftet. Eine Änderung der Rahmenbedingungen ist zukünftig nicht ausgeschlossen. Daher ist es sinnvoll, den Versorgungsfonds in regelmäßigen Abständen erneut im Hinblick auf die grundsätzliche Zielsetzung und die Tragfähigkeit als langfristiges Konzept zu evaluieren. Eine Verknüpfung mit dem im Fünfjahresrhythmus vorzulegenden Versorgungsbericht ist aufgrund der thematischen Nähe empfehlenswert. Da der nächste Versorgungsbericht in 2021 und dann wieder 2026 erscheint, ist eine gleichzeitige Evaluierung des Versorgungsfonds in 2026 sinnvoll.

5.2.2. Anlagemanagement und -strategie

Die konzeptionelle Ausgestaltung des Anlagemanagements hat sich in den Jahren seit der Einführung im Grundsatz bewährt. Gleiches gilt für die passiv ausgerichtete Anlagestrategie, die durch den Anlageausschuss konkretisiert und entsprechend der Kapitalmarkterfordernisse flexibel ausgerichtet wird.

Auf Basis des Entscheidungsvorschlags zur grundsätzlichen Fortführung des Versorgungsfonds in der bisherigen Form haben sich im Zuge des schrittweisen Vermögensaufbaus sowie angesichts der langfristigen Zielsetzung und der perspektivischen Entwicklung der Kapitalmärkte mehrere Ansatzpunkte zur Modifikation des bestehenden Konzepts des Anlagemanagements ergeben. Diese betreffen konkret den Realen Werterhalt sowie die Anlagesegmente Anleihen und Aktien.

5.2.2.1. Realer Werterhalt

Der Reale Werterhalt des Anfangsvermögens von 641 Mio. Euro (vgl. Abschnitt 2.4.) ist im VersFondsG S-H verankert, um dem finanziellen Vorsorgecharakter Rechnung zu tragen. Damit soll verhindert werden, dass dem Versorgungsfonds in kürzester Zeit bzw. umfangreichem Maße Mittel entnommen werden. Hintergrund für die gesetzliche Absicherung ist auch, dass die Mittel aus der ehemaligen gesetzlichen Versorgungsrücklage des Landes und dementsprechend aus früheren, reduzierten Besoldungs- und Versorgungsanpassungen sowie Kürzungen in der Beamtenversorgung stammen. Der Grundgedanke des Realen Werterhalts, als wesentliche Bedingung für die Entnahmeplanung des Versorgungsfonds SH, hat sich bislang bewährt und soll weiter fortgeführt werden. Allerdings besitzt der Reale Werterhalt als Risiko-Steuerungsgröße aufgrund der zuführungsbedingten Vermögenszuwächse längerfristig nur eine eingeschränkte Aussagekraft. Die jährlichen Zuführungen aus dem Haushalt wirken aufgrund der Ausrichtung auf den Startwert in 2018 wie ein Risikopuffer, der sich im Zeitverlauf immer weiter aufbaut. Dies wird deutlich durch den sukzessiv ansteigenden Abstand zwischen dem simulierten Realen Werterhalt und dem Portfoliowert (vgl. Wertsimulationen, Abbildung 12). Somit verliert der Reale Werterhalt -anders als in der Startphase des Versorgungsfonds- im weiteren Zeitablauf seine risikobegrenzende Wirkung.

Vor diesem Hintergrund ist ein zusätzliches marktbezogenes und im Rahmen der Strategie steuerungsrelevantes Portfoliolimit als Ergänzung zu dem bestehenden Konzept des Realen Werterhalts sinnvoll. Die wesentlichen Marktrisiken des Versorgungsfondsvermögens liegen im Aktienbereich. Für dieses Teilportfolio wird zukünftig, unter Berücksichtigung der dynamischen Wertschwankung des bislang in Aktien investierten Kapitals, ein zweistufiges Wertlimit mit einem abgestuften Ampelsystem definiert. Die konkrete quantitative Festlegung der Limits auf Basis vorgegebener Obergrenzen sowie die Entscheidung über geeignete Maßnahmen unter Abwägung der Rendite-Risiko-Potenziale erfolgen durch den Anlageausschuss.

Stufe 1:

Spätestens, wenn der aktuelle Marktwert der Aktien um 25 % der um Dividenden bereinigten Anschaffungskosten sinkt, ist eine Anlageausschusssitzung durchzuführen, auf der das weitere Vorgehen beschlossen wird. Im Nachgang erfolgt eine Information an den Beirat.

Stufe 2:

Spätestens, wenn der aktuelle Marktwert der Aktien um 40 % der um Dividenden bereinigten Anschaffungskosten sinkt, erfolgen erneut die unter Stufe 1 genannten Schritte und in Ergänzung eine Information an den Finanzausschuss.

Empfehlung:

Zur Risikosteuerung der Vermögenswertwicklung wird das Konzept des Realen Werterhalts um die Einbeziehung von Wertlimits mit Bezug auf das Aktien-Teilportfolio in Form eines Ampelsystems ergänzt. Es gelten Grenzen für rechnerische Wertverluste von 25 % bzw. 40 %. Spätestens bei Überschreitung der Grenzen greifen eine stufenweise Unterrichtungspflicht an Beirat bzw. Finanzausschuss sowie geeignete Maßnahmen unter Federführung des Anlageausschusses. Die Einhaltung der Grenzen wird wöchentlich und darüber hinaus anlassbezogen im Rahmen des FM-internen Berichtswesens überprüft und dokumentiert.

5.2.2.2 Anlagen in Renten

Das Zinsumfeld ist aktuell geprägt von den massiven geldpolitischen Maßnahmen der EZB (insbesondere Aufkaufprogramme für Staatsanleihen), die als Reaktion auf die Corona-Krise noch ausgeweitet worden sind. Obendrein ist das Wirtschaftswachstum weltweit stark eingebrochen. Auch wenn Aussagen zur langfristigen Entwicklung mit erheblicher Unsicherheit belastet sind, wird vom Großteil der Marktteilnehmer erwartet, dass das Zinsniveau bis in den langfristigen Laufzeitbereich hinein wenigstens kurzfristig sehr niedrig bleibt. Mittel- bis langfristig ist hingegen mit Zinssteigerungen in Richtung einer schrittweisen Normalisierung zu rechnen. Turbulenzen können nicht ausgeschlossen werden. Insgesamt werden somit Renten als Anlageklasse auf absehbare Zeit relativ unattraktiv bleiben. Im Folgenden werden mit Bezug auf den Versorgungsfonds einige Ansatzpunkte zum Umgang mit dieser schwierigen Marktsituation vorgestellt:

- a) Ausweitung des Anlagehorizontes
- b) Anlagen zu negativer Rendite
- c) Ausweitung des Anleihespektrums

a) Ausweitung des Anlagehorizontes

Der Finanzplan 2020 bis 2029 (vgl. Kapitel 5.2.1.) und die auf dieser Basis vorgenommene Projektion bis 2032 stellen die Basis für die Fälligkeitsplanungen der Anleihen des Versorgungsfonds dar.

Vor dem Hintergrund der langfristigen Ausrichtung des Versorgungsfonds erscheint es zweckmäßig, den Handlungsspielraum für den Anlagehorizont von Anleihen über 2032 hinaus auszuweiten. Der Anlageschwerpunkt sollte zwar im Zeitraum bis 2032 liegen und damit auf die zehnjährige Laufzeit begrenzt sein. Bei dem fixierten Enddatum würde sich jedoch das Laufzeitspektrum in den nächsten Jahren entsprechend verkürzen. Zur Dynamisierung und zur Nutzung weiterer Renditepotenziale wird vorgeschlagen, Anleihen mit einer Restlaufzeit bis zu 20 Jahren in das Anlagemanagement einzubeziehen. Zu berücksichtigen sind allerdings auch

die entsprechend höheren Zinsänderungsrisiken. So kann im Falle zwischenzeitlicher Zinssteigerungen aufgrund der längerfristigen Zinsbindung nicht von höheren Renditen profitiert werden. Im ungünstigen Fall müssten im Fall vorzeitiger Verkäufe ggf. Kursverluste realisiert werden.

Beim Anleihebestand ist daher grundsätzlich auf eine ausgewogene Fälligkeitsstruktur zu achten, welche die finanzpolitischen Liquiditätsanforderungen des Fonds sicherstellt.

Empfehlung:

Anleihen mit einer Restlaufzeit bis max. 20 Jahren dürfen künftig erworben werden, um im Negativzinsumfeld einen größeren Handlungsspielraum zu haben bzw. um höhere Renditepotenziale zu nutzen. Unter Berücksichtigung der Zinsänderungsrisiken gilt eine Obergrenze für Anleihen mit Restlaufzeit nach 2032 von 20 % des Anleihebestandes. Über die konkrete Festlegung beschließt der Anlageausschuss.

b) Anlagen zu negativer Rendite

Bislang wurde im Rahmen des Anlagemanagements die Strategie verfolgt, ausschließlich Anleihen in das Portfolio des Versorgungsfonds SH aufzunehmen, die eine absolut positive Rendite aufweisen. Unter Berücksichtigung der Bonitätsanforderungen des Versorgungsfonds notieren die Renditen bei potenziellen Neuanlagen seit dem Frühjahr 2020 mit Laufzeiten bis zu 15 Jahren im negativen Bereich. In der praktischen Umsetzung ist damit ein Erwerb von Anleihen für den Versorgungsfonds in einer nennenswerten Größenordnung entsprechend der bisherigen Strategie nicht möglich.

Der Handlungsrahmen stellt sich wie folgt dar: Zum einen muss gewährleistet sein, dass die Liquidität des Versorgungsfonds entsprechend den finanzpolitischen Anforderungen sichergestellt ist. Das bedeutet, dass bei Laufzeitentscheidungen die Entnahmeplanung und die bereits bestehende Fälligkeitsstruktur des Anleihebestandes berücksichtigt werden müssen und somit auch kürzere Laufzeiten erforderlich sind. Verkäufe von Anleihen aus dem Bestand heraus sollten weitestgehend vermieden werden, da bei ungünstigen Marktverhältnissen ggf. Kursverluste realisiert werden müssten.

Zum anderen ist für die Beurteilung der Wirtschaftlichkeit einer Anleihe der Refinanzierungssatz des Landes maßgeblich (vgl. Abschnitt 2.5.). Eine negative Rendite in der Anlage ist somit nicht zwangsläufig nachteilig. Vielmehr lässt sich im Regelfall ein Vorteil im Vergleich zu den landeseigenen Refinanzierungskosten erzielen. Anhand der isolierten Betrachtung der absoluten Rendite ist keine Aussage über die Vorteilhaftigkeit einer Anlage möglich.

Empfehlung:

Investitionen in Anleihen mit negativer Rendite sind zukünftig möglich. Voraussetzung ist die Einhaltung des Wirtschaftlichkeitsgrundsatzes, d.h. die jeweilige Rendite muss höher als Refinanzierungskosten des Landes liegen.

c) Ausweitung des Anleihspektrums

Für den Rentenbereich des Versorgungsfonds SH besteht die Vorgabe, ausschließlich in bonitätsmäßig erstklassige Anleihen mit einem entsprechenden Ratingnachweis zu investieren (vgl. Abbildung 13). Die entsprechenden Anforderungen sind in den Allgemeinen Anlagerichtlinien und den Vereinbarungen mit der Bundesbank niedergelegt.

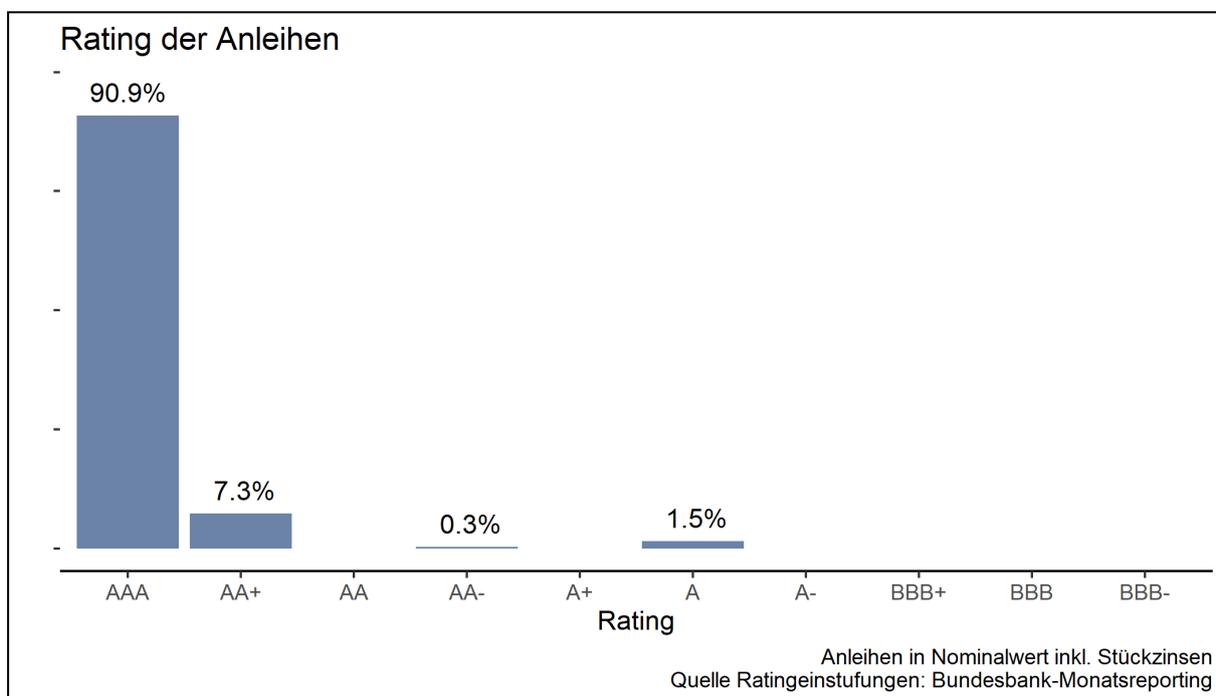


Abbildung 13: Ratingeinstufung Anleihen des Versorgungsfonds SH

Zur Einschätzung von Ausfall- und Bonitätsrisiken wird im Kapitalmarktbereich auf die Einstufungen von Rating-Agenturen zurückgegriffen, die auf qualitativen Analysen der Kreditwürdigkeit des Emittenten bzw. einzelner Emissionen eines Emittenten basieren. Abbildung 14 zeigt eine Übersicht der Bonitätseinstufungen der wichtigsten Rating-Agenturen.

	Ratingagenturen* und Ratingklassen							Bonitätseinstufung / Klassenbeschreibung	
	S&P	Moody's	Fitch	Credit- reform	Euler Hermes	Scope	GBB RATING		
Investmentgrade	AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	Sehr gut Höchste Bonität, praktisch kein Ausfallrisiko.	
	AA+	Aa1	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	Sehr gute bis gute Bonität Hohe Zahlungswahrscheinlichkeit.	
	AA	Aa2	AA	AA	AA	AA	AA		
	AA-	Aa3	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-		
	A+	A1	A+	A+	A+	A+	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.	
	A	A2	A	A	A	A	A		
	A-	A3	A-	A-	A-	A-	A-		
	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	Befriedigende Bonität Angemessene Deckung von Zins und Tilgung aber auch spekulative Charakteristika oder mangelnder Schutz gegen wirtschaftliche Veränderungen.
	BBB	Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB		
	BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-		
Speculative Grade	BB+	Ba1	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	Ausreichende Bonität Sehr mäßige Deckung von Zins und Tilgung, auch in gutem wirtschaftlichen Umfeld.	
	BB	Ba2	BB	BB	BB	BB	BB		
	BB-	Ba3	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		
	B+	B1	B+	B+	B+	B+	B+	Mangelhafte Bonität Geringe Sicherung von Zins und Tilgung.	
	B	B2	B	B	B	B	B		
	B-	B3	B-	B-	B-	B-	B-		
	CCC+	Caa1	CCC+	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC+	Ungenügende Bonität Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz. In akuter Gefahr eines Zahlungsverzuges.
	CCC	Caa2	CCC	CC	CC	CC	CCC		
	CCC-	Caa3	CCC-	C	C	C	CCC-		

Abbildung 14: Übersicht Bonitätseinstufungen⁵

Maßgeblich in der Kapitalmarktpraxis ist die Unterscheidung zwischen „Investment Grade“ (sehr gute bis befriedigender Bonität, bis BBB-Rating) und „Non-Investment Grade“ oder „Speculative Grade“ (ausreichende bis ungenügende Bonität, unterhalb von BBB-Rating).

Die Ratingeinstufung eines Emittenten bzw. einer Anleihe hat eine wesentliche Auswirkung auf die Rendite. Es gilt grundsätzlich: Je besser das Rating, desto geringer die Rendite bzw. je schlechter das Rating, desto höher die Rendite eines Papierses. Steigende Ausfall- bzw. Bonitätsrisiken schlagen sich in höheren Renditeaufschlägen als entsprechende Risikoprämien nieder. Die nachfolgende Abbildung 15 veranschaulicht die historischen Kreditausfallraten je Ratingstufe für unterschiedliche Kreditlaufzeiten. Dabei wird deutlich, dass die Ausfallraten mit einer Absenkung des Ratings, insbesondere im Bereich der schwächeren Ratings und mit zunehmender Laufzeit, stark steigen. So liegt die Rate im A-Bereich in der zehnjährigen Laufzeit bei knapp 1,4 %, im BBB-Bereich hingegen bei rd. 3 %. Im Bereich unterhalb vom BBB-Rating steigt sie auf gut 12 %.

⁵ Quelle: <https://www.wallstreet-online.de/anleihen/wissen/anleihen-ratings>.

Fitch Global Corporate Finance Average Cumulative Default Rates: 1990–2019										
(%)	Year One	Year Two	Year Three	Year Four	Year Five	Year Six	Year Seven	Year Eight	Year Nine	Year Ten
AAA	0,12	0,24	0,37	0,51	0,65	0,79	0,94	1,10	1,27	1,45
AA	0,05	0,05	0,05	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,09
A	0,05	0,16	0,26	0,35	0,46	0,57	0,77	0,96	1,18	1,38
BBB	0,13	0,36	0,66	0,98	1,34	1,71	2,01	2,36	2,71	3,04
BB	0,62	1,72	2,92	4,08	4,96	5,64	6,27	6,89	7,51	8,31
B	1,96	4,70	6,92	8,82	10,22	10,88	11,28	11,69	12,17	12,80
CCC to C	22,12	28,43	32,28	34,62	36,19	38,15	39,42	39,76	39,07	39,31
Investment Grade	0,09	0,23	0,41	0,58	0,77	0,97	1,16	1,36	1,57	1,77
Speculative Grade	2,49	4,62	6,43	8,00	9,12	9,84	10,50	11,07	11,58	12,33
All Global Corporate Finance	0,70	1,32	1,88	2,36	2,75	3,03	3,28	3,51	3,72	3,97

Abbildung 15: historische Kreditausfallraten pro Ratingklasse⁶

Die Ratinganforderungen des Versorgungsfonds SH sehen vor, dass Anleihen zum Zeitpunkt des Erwerbs ein Mindestrating von A (A2) aufweisen müssen. Im Bestand befindliche Anleihen müssen bei Unterschreiten eines Ratings von A- (A3) innerhalb einer angemessenen Frist markt-schonend veräußert werden. Diese Vorgehensweise hat sich unter Risikobegrenzungsge-sichtspunkten bewährt. Bislang kam es im Portfolio weder zu Ausfällen noch zu relevanten Bonitätsverschlechterungen.

Allerdings haben die vergleichsweise restriktiven Vorgaben zur Folge, dass das Anleihespek-trum deutlich begrenzt ist und somit Renditechancen ungenutzt bleiben. Im Bestand des Ver-sorgungsfonds SH befinden sich bislang ausschließlich Staatsanleihen, Anleihen von staats-nahen Unternehmen sowie Pfandbriefe bzw. Covered Bonds.

Eine Absenkung der Ratinganforderungen in den BBB-Bereich würde insbesondere die Mög-lichkeit der Investition in Unternehmensanleihen eröffnen. So sehen die Allgemeinen Anlage-richtlinien des Versorgungsfonds SH bereits Unternehmensanleihen als Anlagesegment vor. Einen Vorstoß seitens der Mehrheit der Länder gegenüber der Bundesbank als Dienstleister zum Kauf von Unternehmensanleihen hat es im letzten Jahr bereits gegeben. Ergänzend ist darauf hinzuweisen, dass das derzeitige EZB-Anleihe-Aufkaufprogramm auch Unternehmens-anleihen umfasst. Wesentlich für die Überlegung zur Ausweitung des Anleihesegments ist – neben dem Aspekt der stärkeren Diversifikation – ein Vergleich der Renditen (vgl. Abbildung 16).

⁶ Quelle: FitchRatings, Transaktion und Default Studies von 2019.

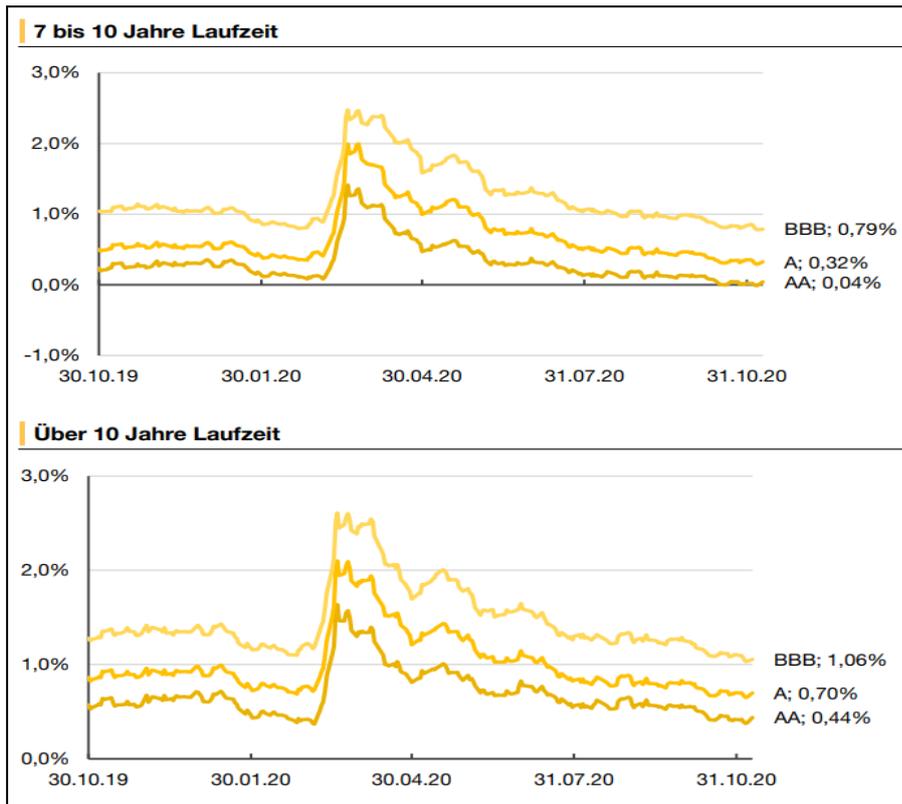


Abbildung 16: Renditevergleich Anleihen unterschiedlicher Ratingklassen⁷

Ergänzend ist zu berücksichtigen, dass derzeit im A-Segment am Markt nur wenige Anleihen verfügbar sind. Wie die nachfolgende Abbildung 17 zeigt, liegt der Anteil der mit mindestens A (A2) gerateten Unternehmen aus dem Euro-Bereich gerade bei rd. 30 %.

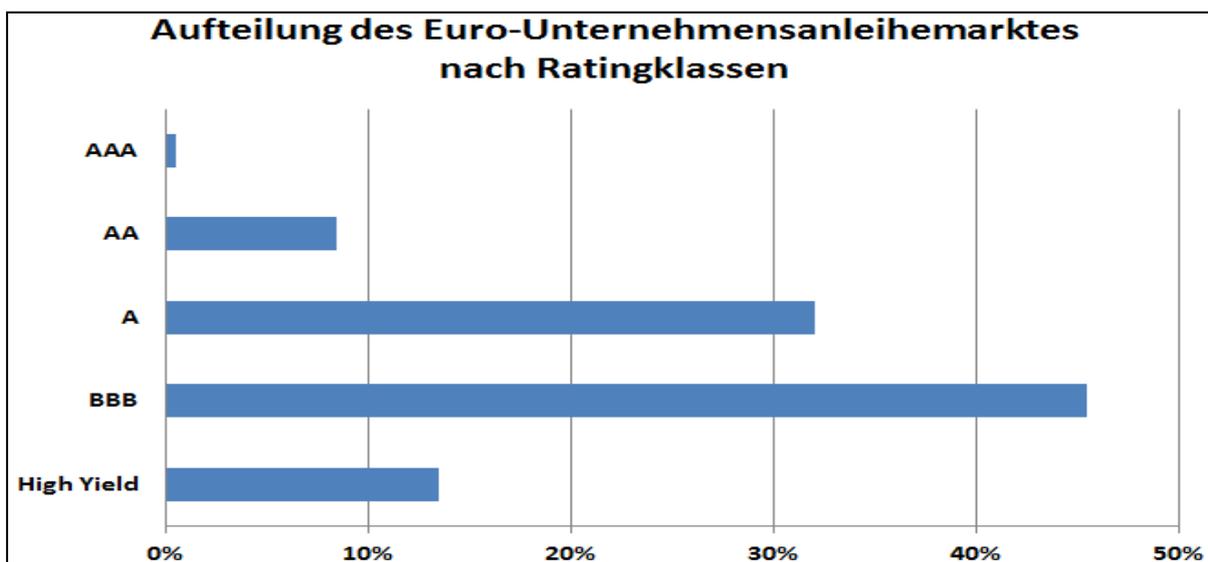


Abbildung 17: Anteil der Euro-Unternehmensanleihen nach Ratingklassen⁸

⁷ Quelle: Absolute Monitor Global Fixed Income, EUR Corporates vom 09.11.2020.

⁸ Quelle: Bundesbank.

Um eine unter Rendite- und Diversifikationsaspekten ausreichende Auswahl an Anleihen zu ermöglichen, ist eine leichte Absenkung der Ratinganforderungen innerhalb des Investment Grades sinnvoll. Konkret sollte zum Investitionszeitpunkt ein Mindestrating von BBB (Baa2) und für Anleihen im Bestand ein Mindestrating von BBB- (Baa3) vorliegen.

Durch die Absenkung der Ratinggrenzen steigen zwangsläufig die Anlagerisiken. Deshalb wird eine Begrenzung des Anteils der mit BBB (Baa2) gerateten Anleihen im Bestand als notwendig erachtet.

Empfehlung:

Die bisher geltende Ratinggrenze wird um eine Stufe (von Klasse A auf BBB) abgesenkt. In der operativen Umsetzung gilt zum Kaufzeitpunkt die neue Ratinggrenze BBB (Baa2). Ein marktschonender Verkauf ist bei Unterschreiten des sog. Investment Grade Ratings BBB- (BA3) umzusetzen.

Unter Berücksichtigung der Bonitätsrisiken gilt für den Anteil der Anleihen mit einem Rating von BBB (Baa2) eine Obergrenze von 30 % des gesamten Anleihebestandes.

5.2.2.3. Anlagen in Aktien

Im Zuge der Einführung des Versorgungsfonds ist die Zweckmäßigkeit der Ausweitung des Anlagespektrums, die sog. strategische „Asset Allocation“ (Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen), eingehend untersucht worden. Neben der Erweiterung der Rentenanlagen unter Beachtung der Bonitätsanforderungen bildete die Entscheidung der Anlage in Aktien das Kernelement.

Es ist gemeinhin unbestritten, dass sich durch die Aktienanlage im Rahmen eines langfristigen Anlagehorizonts unter Berücksichtigung des höheren Risikos in Form von Wertschwankungen systematisch Renditevorteile generieren lassen. Darüber hinaus lässt sich aufgrund der unterschiedlichen Wertentwicklungen in den Anlageklassen Anleihen und Aktien (sog. Diversifikationseffekte) das Gesamtrisiko im Portfolio reduzieren.

Zur Verdeutlichung der potentiellen Vorteilhaftigkeit einer Aktienanlage sei zum Vergleich die Wertentwicklung des Versorgungsfonds dargestellt unter der Annahme, dass ab dem Bewertungsstichtag 30.9.2020 das gesamte Vermögen, Zuführungen und Zinsen ausschließlich in Anleihen angelegt werden.

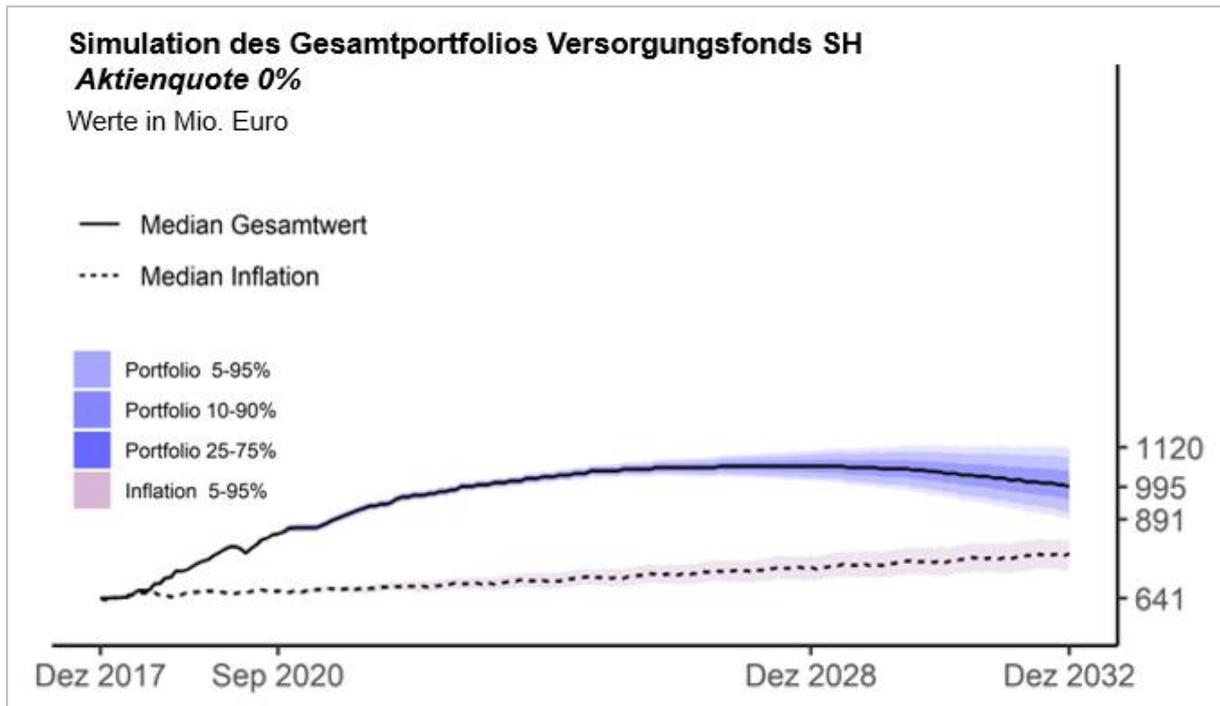


Abbildung 18: Wertsimulation Versorgungsfonds mit Aktienquote 0 %

Die obige Abbildung veranschaulicht im Vergleich zu der unter Abschnitt 4.2. dargestellten Projektion des planmäßig weiteren Aufbaus der Aktienquote im Rahmen der Zuführungen deutlich, dass bei einer ausschließlichen Anlage in Anleihen zwar die Risiken aus Wertschwankungen deutlich abnehmen (sichtbar durch den schmaleren Wertentwicklungstrichter), aber auch der im Mittel erwartete Vermögenswert des Versorgungsfonds zum Ende des Jahres 2032 mit 995 Mio. Euro wesentlich geringer ausfällt.

Die bislang verfolgte Anlagestrategie des Versorgungsfonds, Aktien als weitere Anlageklasse zu nutzen, hat sich bewährt und ist auf Basis der Grundsatzentscheidung einer langfristigen Ausrichtung zweckmäßig. Im Folgenden werden Ansatzpunkte für die Ansatzpunkte zur Weiterentwicklung der Aktienanlage im Versorgungsfonds vorgestellt:

- Erhöhung der Aktienquote
- Globale Ausrichtung des Aktienspektrums
- Breitere Diversifizierung des Aktienbereichs

a) Erhöhung der Aktienquote

Im aktuellen Zinsumfeld stellen Aktien im Vergleich zu Anleihen unter verschiedenen Aspekten eine relativ attraktive Anlageklasse dar. So lässt sich aus den Dividenden eine positive Rendite erzielen. Daneben besteht die Möglichkeit, von Bewertungsgewinnen zu profitieren. Die Aktienkursentwicklung ist grundsätzlich stärker am fundamentalen wirtschaftlichen Umfeld, insbesondere in Bezug auf die Substanz der jeweiligen Unternehmen, ausgerichtet. Den Vorteilen stehen jedoch entsprechende Risiken durch potenzielle Aktienkursverluste gegenüber. Der

langfristige Anlagehorizont des Versorgungsfonds sowie die passive regelgebundene Strategie der Zuführungen hilft, schwache Aktienmarktphasen und Kursschwankungen zu überstehen. Handlungsbedarf bezüglich einer Erhöhung der Aktienquote besteht auch, weil die derzeitige gesetzlich verankerte Obergrenze von 30 % bereits im nächsten Jahr 2021 erreicht wird.

Unter Einsatz der im Finanzministerium entwickelten, wissenschaftlichen Verfahren wurde untersucht, wie sich eine Erhöhung der Aktienquote auf die erwartete Wertentwicklung des Versorgungsfonds auswirkt und welche Aktienquote unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten anzustreben wäre. Dabei wurde in zwei Schritten vorgegangen:

- Berechnung der zukünftigen Entwicklung der Aktienquote

Im ersten Schritt wurde simuliert, wie sich die Aktienquote weiter aufbaut, wenn planmäßig - wie bisher- die zukünftigen Nettozuführungen aus dem Haushalt, die Zinserträge aus Anleihen sowie die Dividenden in Aktien angelegt werden. Abgesehen von der Obergrenze für die Aktienquote entsprechen alle Parameter der Projektion unter Punkt 4.2. Die nachfolgende Abbildung 19 zeigt das Wertentwicklungsspektrum des Versorgungsfonds.

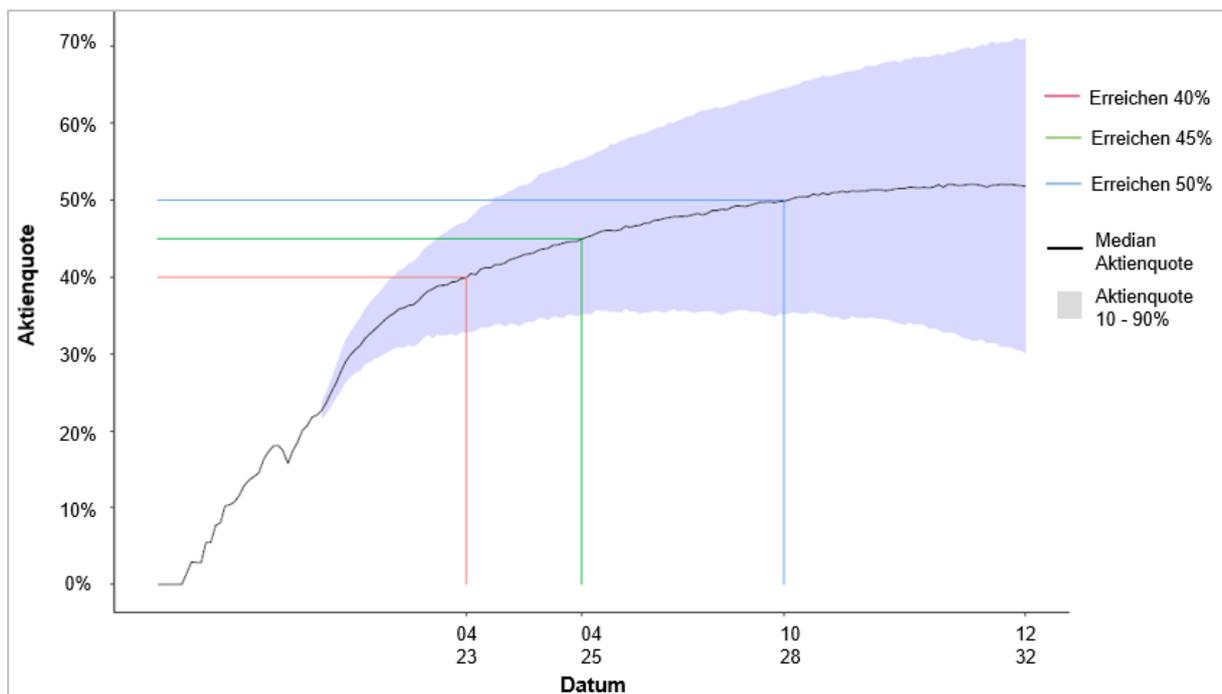


Abbildung 19: Wertsimulation des Versorgungsfonds bei maximale Aktienquote

Die Simulation zeigt, dass die im Mittel erwartete Aktienquote (Median) unter den Annahmen zum Ende 2032 52 % erreichen wird. Dieses vergleichsweise moderate Niveau ist dem Umstand geschuldet, dass die Nettozuführungen im Zeitablauf planmäßig deutlich geringer werden.

Mit Bezug auf die Anlagestrategie des Versorgungsfonds lässt sich daraus ableiten, dass eine Aktienquote von 50 % zweckmäßig erscheint. Im erwarteten Mittel könnte in einem Zeitraum bis Oktober 2028 entsprechende Käufe im Aktiensegment erfolgen. Zum Vergleich: Bei einer vorgegebenen Aktienquote von maximal 40 % würde die Obergrenze viel früher, im Mittel bereits im April 2023, erreicht werden.

- Simulation des Gesamtportfoliowertes bei einer maximalen Aktienquote von 50 %

Zur Beurteilung der Auswirkungen auf die Rendite-Risiko-Struktur des Versorgungsfonds wurde in einem zweiten Schritt die Wertentwicklung mit einer maximalen Aktienquote von 50 % simuliert. Bei der operativen Umsetzung von Aktienkäufen ist es aufgrund der Wertschwankungen sinnvoll, neben der maximalen Aktienquote, eine niedrigere Zielquote zu berücksichtigen. Aktuell liegt die mit der Bundesbank abgestimmte Zielquote bei 25 % bzw. 29 %. Dies bedeutet konkret, dass die Mittel aus Zuführungen, Zinsen und Dividenden bis zum Erreichen der Zielquote in Aktien investiert werden. Erreicht die Aktienquote durch Marktbewegungen die maximale Obergrenze, aktuell 30 %, kommt es zu Umschichtungen in Anleihen bzw. entsprechende Gewinnmitnahmen. Die nachfolgende Abbildung 20 zeigt das Wertentwicklungsspektrum des Versorgungsfonds bei einer maximalen Aktienquote von 50 % und einer Zielquote von 45 %.

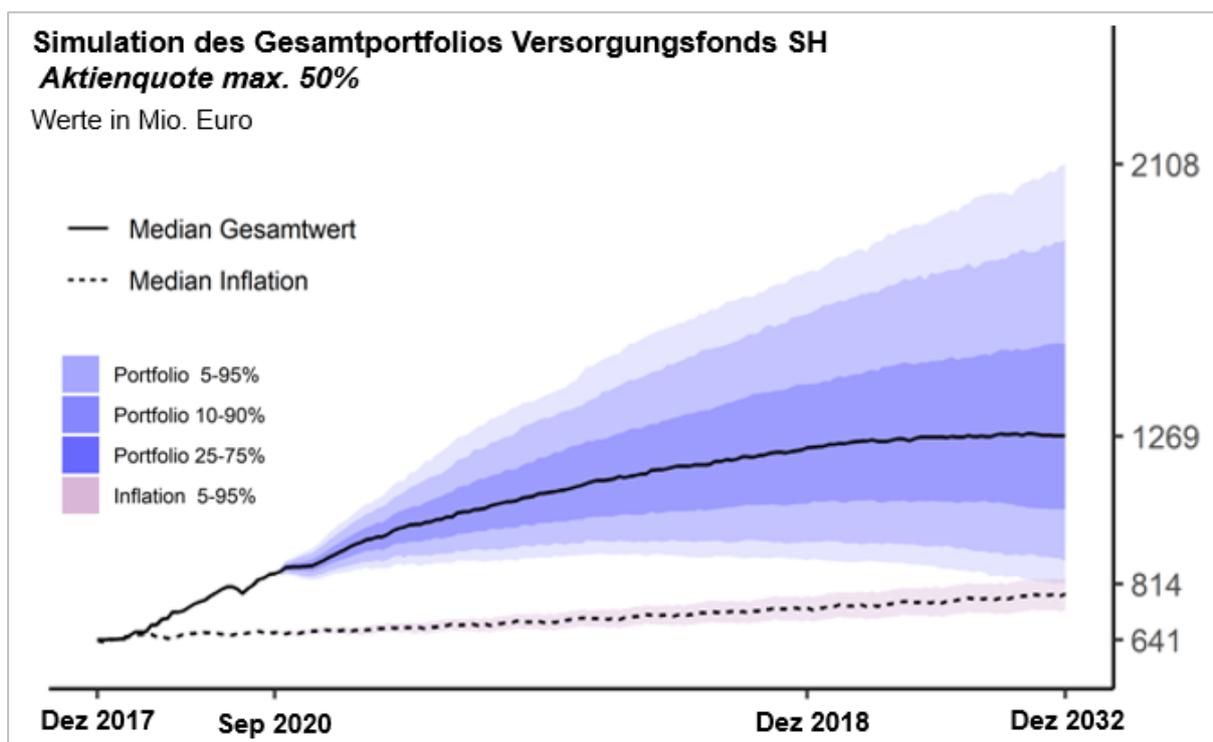


Abbildung 20: Wertsimulation Versorgungsfonds mit Aktienquote 50 %

Die Darstellungsweise entspricht der Projektion unter Punkt 4.2. Das Spektrum („Trichter“) beinhaltet in blauer Schattierung die Wahrscheinlichkeitsverteilung der zukünftigen Wertentwicklung des Gesamtportfolios des Versorgungsfonds SH. Die Entwicklung des Realen Wertehalts ist wiederum in der lila Schraffierung dargestellt.

Im Ergebnis wird auf Basis einer maximalen Aktienquote von 50 % in 2032 im Mittel (Median) ein Portfoliowert des Versorgungsfonds in Höhe von 1.269 Mio. Euro erwartet. Der Wert liegt mit rd. 90 Mio. Euro nur geringfügig höher im Vergleich zu der Projektion des Status Quo mit einer 30 %-igen Aktienquote (vgl. Punkt 4.2.). Allerdings wird im optimistischen Szenario (mit 5 %-iger Wahrscheinlichkeit) in 2032 ein Wert von mehr als 2.108 Mio. Euro (Status Quo: 1.641 Mio. Euro) erreicht, während der Wert am unteren Rand des Spektrums (pessimistischen Szenario, 5 %-ige Wahrscheinlichkeit) mit 814 Mio. Euro nur geringfügig niedriger liegt (Status Quo: 866 Mio. Euro). Dementsprechend sind auf Basis der höheren Aktienquote sind die potentiellen Chancen mit 839 Mio. Euro (Status Quo: 461 Mio. Euro) vergleichsweise deutlich höher, als die potentiellen Risiken mit 455 Mio. Euro (Status Quo: 314 Mio. Euro).

Auf Basis der Wertsimulation lassen sich weiterführende Aussagen zur potenziellen Renditeentwicklung und zum Risikopotenzial mit Bezug auf den Realen Werterhalt ableiten.

- *Ergebnisse hinsichtlich der Rendite-Risiko-Struktur*

Im Mittel ist aufgrund der Erhöhung der Aktienquote auf 50 % ein Vermögenswert von 1.269 Mio. Euro zu erwarten. Hieraus ergibt sich eine mittlere, jährliche Wertentwicklungsrates des Versorgungsfonds in Höhe von 3,5 %. Die nachfolgende Abbildung 21 zeigt zum Vergleich die im Mittel erwartete Wertentwicklung p.a. bei alternativen Aktienquoten. Die entsprechenden Wertentwicklungsspektren der alternativen Aktienanlagestrategien sind im Anhang dargestellt.

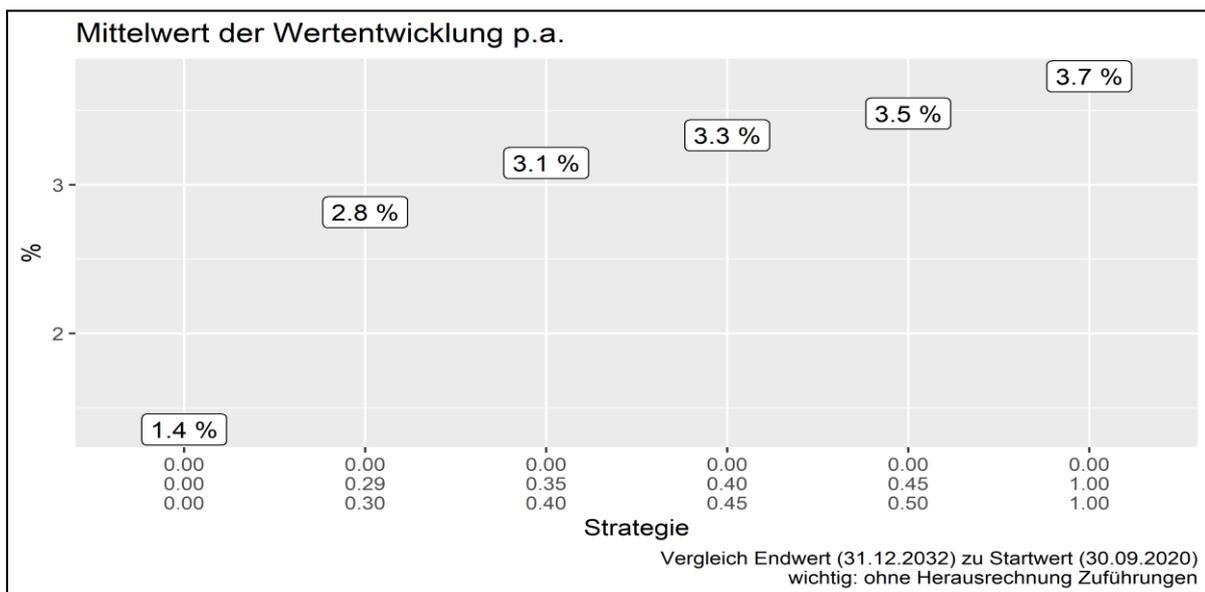


Abbildung 21: Wertentwicklung unterschiedlicher Aktienanlagestrategien

Ausgehend vom Vermögensbestand und der Vermögensstruktur per 30.09.2020 würde sich bei einer ausschließlichen Anlage in Anleihen (vgl. Abbildung 18) lediglich eine im Mittel erwartete Wertzuwachsrate von 1,4 % ergeben. Würde weiterhin die Strategie einer 30 %-igen Aktienquote verfolgt (Status Quo), läge die Wertentwicklungsrage bei 2,8 %. Die Strategie, die Aktienquote in Höhe der rechnerischen Quote von im Mittel 52 % zu fixieren (vgl. Abbildung 19), hätte erwartungsgemäß eine geringfügig höhere Zuwachsrate von im Mittel 3,7 % zur Folge. Wesentlicher Treiber der Wertentwicklung sind die Zuführungen aus den Haushalt.

Eine Erhöhung der Aktienquote bedeutet grundsätzlich ein höheres Risiko in Bezug auf die Einhaltung des Realen Werterhalts. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Wahrscheinlichkeit eines Bruchs mit dem Realen Werterhalt bei verschiedenen Anlagestrategien im Zeitraum bis 2032. Auf Grundlage der üblicherweise 2.000 Simulationen führt die Strategie der 50 %-igen Aktienquote bei 96 Szenarien zu einem Bruch des Realen Werterhalts, was einer Wahrscheinlichkeit von 4,8 % entspricht (vgl. Abbildung 22).

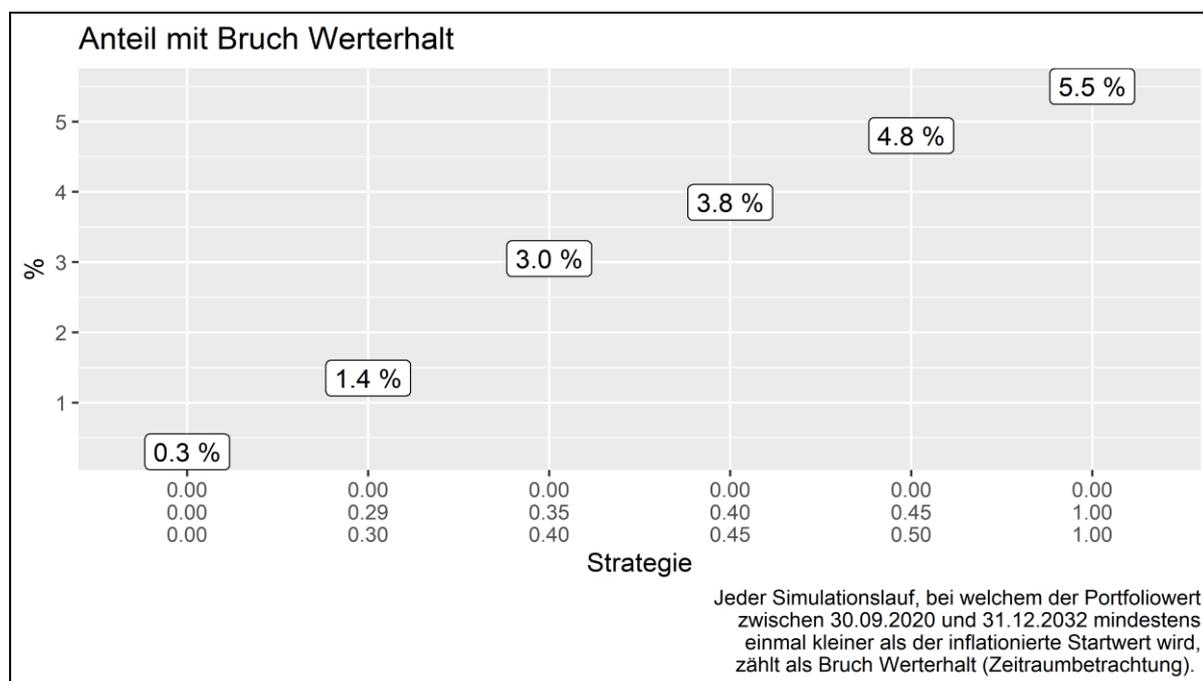


Abbildung 22: Bruch Realer Werterhalt bei unterschiedlichen Aktienanlagestrategien

Einerseits wird deutlich, dass eine höhere Aktienquote neben steigenden Ertragschancen auch höheren Risiken impliziert. Andererseits sind die „Verletzungsraten“ in allen Fällen deutlich im einstelligen Prozentbereich und damit relativ gering. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass der Versorgungsfonds angesichts der langfristigen Ausrichtung und der entsprechenden Entnahmeplanung über eine vergleichsweise solide Risikotragfähigkeit zum Überstehen ungünstiger Aktienmarktphasen verfügt. Die Aktienmarktentwicklungen werden im Finanzministerium im Rahmen des Controllings regelmäßig überwacht und gegebenenfalls frühzeitig an den Anlageausschuss adressiert, um etwaige Maßnahmen zur Risikobegrenzung einleiten zu können.

Empfehlung:

Die maximale Aktienquote wird von 30 % auf 50 % angehoben (Änderung: § 3 VersFondsG S-H). Die für die operative Umsetzung maßgebliche Zielquote erhöht sich auf 45 %. Zuführungen, Zinsen und Dividenden werden bis zum Erreichen der Zielquote vollständig in Aktien investiert. Eine Überschreitung der maximalen Aktienquote aufgrund von Kurssteigerungen führt –wie im bisherigen Konzept vorgesehen- zu Umschichtung in Anleihen („Gewinnmitnahmen“).

b) Globale Ausrichtung des Aktienspektrums

Aktuell sind im Versorgungsfonds ca. 186 Mio. Euro (Stand 30.09.2020) in Aktien investiert, was einem Anteil von rd. 22 % entspricht. Die planmäßigen Zuführungen aus dem Haushalt werden genutzt, um die Aktienquote zunächst bis maximal 30 % des Gesamtvermögens aufzubauen (vgl. Abschnitt 4.1.). Wird der Empfehlung der Evaluierung folgegeleistet, die Aktienquote von 30 % auf 50 % anzuheben, ergibt sich eine Ausweitung des Anlagespektrums im Aktienbereich als logische Konsequenz. Erster Ansatzpunkt ist die regionale Ausweitung auf globale Märkte. Mit einer Ergänzung der bislang rein auf den Euroraum konzentrierten Anlagestrategie um Investitionen in andere Wirtschafts- bzw. Währungsräume, wäre der Versorgungsfonds unabhängiger von der wirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums, und es könnten entsprechende Diversifizierungseffekte genutzt werden.

Die Bundesländer Hessen, Bayern, Nordrhein-Westfalen und Brandenburg haben in Zusammenarbeit mit der Bundesbank u.a. den internationalen Aktienindex „STOXX ESG Länder Fossil Free Global Ex Eurozone Index“ aufgelegt, der Unternehmen aus Industrieländern mit den gängigsten Währungen der Welt (USA, Kanada, Australien, Japan, UK und Schweiz) enthält. Auf Basis der Marktkapitalisierung wird in die 60 größten Unternehmen der Region außerhalb der Eurozone (vorbehaltlich bestimmter Diversifizierungsregeln) investiert, die im Hinblick auf ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales und Governance) als führend eingestuft werden und einen geringen CO₂-Fußabdruck aufweisen. Zudem werden Ausschlusskriterien berücksichtigt.

Im Rahmen der operativen Umsetzung des internationalen Länderindex kauft die Bundesbank die Aktien der Unternehmen über die jeweiligen Heimatbörsen, d.h. in der jeweiligen Landeswährung. Neben den Renditechancen und Risiken der Aktienmärkte sind daher grundsätzlich auch die Wechselkursrisiken der Hartwährungen (USA, CAD, AUD, Yen, GBP, CHF) zu berücksichtigen.

Die USA bilden aufgrund der Größe des Marktes üblicherweise den Schwerpunkt der regionalen Ausweitung. Auch im Länderindex stammen 38 der 60 Titel aus den USA. Zur Veranschaulichung der Vorteilhaftigkeit einer Internationalisierung des Aktienanlagespektrums wird beispielhaft der Vergleich des US-Benchmark-Index „S&P 500“ mit dem gängigen europäischen Aktienindex „Euro Stoxx 50“ dargestellt (vgl. Abbildung 23).

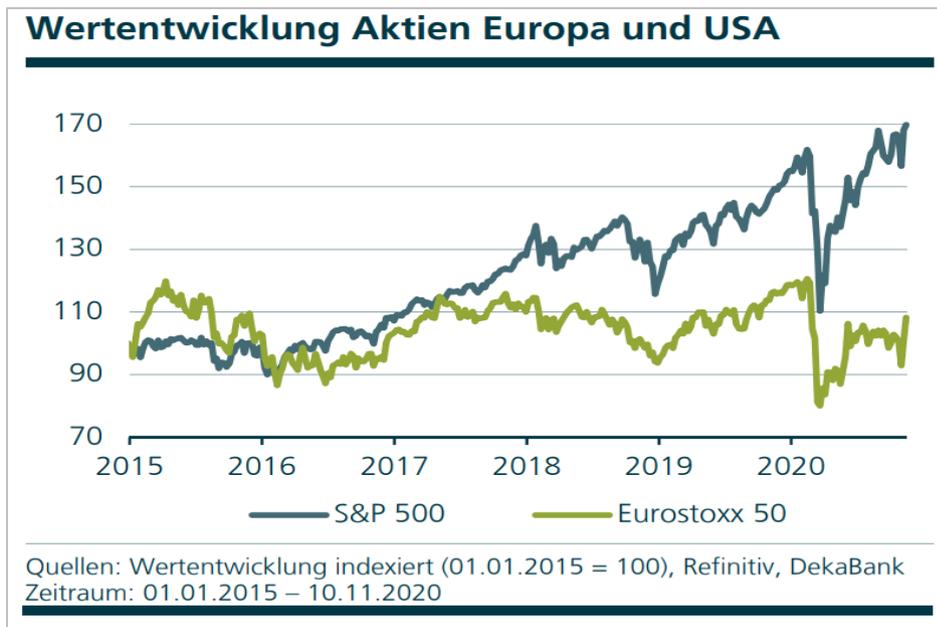


Abbildung 23: Wertentwicklung Aktien Europa und USA

Unter Renditegesichtspunkten zeigt sich, dass sich der US-Aktienmarkt (blaue Linie) in den vergangenen fünf Jahren deutlich besser entwickelt hat als der europäische Markt (grüne Linie). Ein wesentlicher Grund für diese Outperformance liegt in der starken Entwicklung der Technologiewerte (insbesondere Amazon, Alphabet (Google) und Facebook), die in den USA aufgrund der hohen Marktkapitalisierung ein vergleichsweise starkes Indexgewicht haben. Aber auch der langfristige Vergleich über die letzten zehn Jahre zeigt, dass sich der US-Markt in acht von zehn Jahren besser entwickelt hat als der Euro STOXX 50 Index (vgl. Abbildung 24).

S&P 500									
10.11.2010	10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019
1,72%	11,31%	28,32%	15,12%	2,13%	4,12%	19,14%	7,70%	11,22%	14,63%

Quellen: Bloomberg, DekaBank, eigene Berechnungen.

Euro STOXX 50									
10.11.2010	10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019
-20,77%	9,97%	22,38%	1,97%	10,69%	-11,06%	17,96%	-10,14%	14,56%	-6,95%

Quellen: Bloomberg, DekaBank, eigene Berechnungen.

Abbildung 24: Vergleich Jahresrenditen S&P 500 (USA) mit Euro Stoxx 50 (Europa)

Als weitere Risikokategorie im Zuge der Globalisierung der Aktienanlagen sind Wechselkursrisiken zu berücksichtigen. In der nachfolgenden Abbildung 25 sind die Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses sowie die implizite Volatilität als Maß der Schwankungsbreite über die vergangenen 5 Jahre dargestellt.



Abbildung 25: Entwicklung EUR/USD-Wechselkurs

Bei Betrachtung der Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses (grüne Linie, rechte Achse) zeigt sich, dass zwar Wechselkursschwankungen zu verzeichnen sind. Allerdings gilt der USD weltweit als „Safe Haven“ und profitiert häufig in Krisenphasen. Die implizite Volatilität (blau, linke Achse) stellt die jeweils aktuell erwartete Schwankungsbreite des Wechselkurses dar. Es wird deutlich, dass die Schwankungsgröße, ausgenommen in der akuten Corona-Krisenphase im Frühjahr, in den vergangenen Jahren rückläufig gewesen ist.

Insgesamt gibt es mit Bezug auf den Versorgungsfonds gute Argumente für eine Ausweitung des Aktienspektrums in Ergänzung zum bisherigen Nachhaltigkeitsindex, insbesondere angesichts der geplanten Erhöhung der Aktienquote. Im weiteren Schritt der praktischen Umsetzung erscheint die Beteiligung Schleswig-Holsteins am oben beschriebenen internationalen Länderindex als Beimischung zum bisherigen Aktienindex sinnvoll. Allerdings entsprechen die Nachhaltigkeitskriterien des „STOXX ESG Länder Fossil Free Global Ex Eurozone Index (ESG)“ den Anforderungen des Landes Schleswig-Holstein nicht vollumfänglich. Im Bereich fossiler Brennstoffe wird beispielsweise eine Umsatzschwelle der Unternehmen bis zu 5 % toleriert und Gas nicht berücksichtigt. Als Konsequenz wäre beispielsweise eine Modifikation des Länderindex entsprechend der Nachhaltigkeitskriterien des Landes Schleswig-Holstein zu prüfen. Eine Ausweitung des Aktienspektrums verlangt eine gleichlaufende Weiterentwicklung der entsprechenden Verfahren zur Rendite-Risiko-Steuerung.

Empfehlung:

Eine Erweiterung des Anlagespektrums um Aktien außerhalb Europas ist im Zuge der Erhöhung des Aktienanteils grundsätzlich zweckmäßig und wird unter Risiko-, Rendite- und Nachhaltigkeitsaspekten geprüft. Die operative Umsetzung erfordert die Implementierung eines ergänzenden Index. Für den Anteil außereuropäischer Aktien am Aktienbestand gilt eine Obergrenze von 50 %.

Im Rahmen der Risikosteuerung sind auch Währungsrisiken zu berücksichtigen und die bestehenden Verfahren entsprechend weiterzuentwickeln.

c) Breitere Diversifizierung durch Veränderung der Indexgewichtung

Die Aktien des Versorgungsfonds werden bislang nach Maßgabe des Nachhaltigkeitsindex „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50“ (vgl. Abschnitt 4.1.) angelegt. Der aus 50 europäischen Aktien bestehende Index wurde von dem Bundesland Berlin in Zusammenarbeit mit dem Indexanbieter Solactive AG und der Nachhaltigkeitsratingagentur ISS ESG (ehemals oekom research) aufgelegt. Dieser Index enthält 50 Einzelwerte aus einem Anlageuniversum der 600 größten börsennotierten Unternehmen Europas. Die Auswahl und Gewichtung der 50 Unternehmen erfolgt auf Basis vorgegebener Nachhaltigkeitskriterien (vgl. Abschnitt 2.5.) und der Marktkapitalisierung, wobei die Gewichtung einer Aktie maximal 5 % betragen darf. Wie die nachfolgende Abbildung 26 zeigt, machen allein die Top 10 Positionen dieses Nachhaltigkeitsindex mit 42,5 % (Stand: 30.09.2020) einen hohen Teil des Aktienportfolios aus.

Aktie	Industriezweige nach GICS ⁹	Anteil	kumuliert	Performance 1 Jahr
ASML HOLDING NV	Halbleiter & Halbleiterausrüstung	5.10 %	5.10 %	39.78 %
PHILIPS ELECTRONICS NV	Gesundheitswesen: Ausstattung & Dienste	5.05 %	10.15 %	-3.49 %
UNILEVER NV	Haushaltsartikel & Pflegeprodukte	4.53 %	14.68 %	-3.52 %
ALLIANZ SE	Versicherungen	4.52 %	19.20 %	-18.81 %
SCHNEIDER ELECTRIC SA	Investitionsgüter	4.19 %	23.39 %	35.87 %
INFINEON	Halbleiter & Halbleiterausrüstung	4.06 %	27.45 %	47.91 %
BMW ST	Kraftfahrzeuge (Pkw) & Komponenten	3.90 %	31.35 %	1.12 %
L OREAL SA	Haushaltsartikel & Pflegeprodukte	3.87 %	35.22 %	9.49 %
MERCK KGAA	Pharmazeutik, Biotechnologie & Lebenswissenschaften	3.69 %	38.91 %	22.03 %
MICHELIN	Kraftfahrzeuge (Pkw) & Komponenten	3.60 %	42.51 %	-8.45 %

Abbildung 26: Top 10 Positionen des „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50“

⁹ Der „Global Industry Classification Standard“ (**GICS**) ist eine Gliederung der Industrie in **Sektoren**, die 1999 von MSCI und Standard & Poor's (S&P) entwickelt wurde.

Auffällig ist, dass die Wertentwicklung der einzelnen Aktien sehr unterschiedlich ausfällt. Der aktuelle Aktienwert beträgt insgesamt 186,3 Mio. Euro (Stand: 30.09.2020), die Investitionssumme in die Top 10 Aktien damit ca. 79 Mio. Euro bzw. 9,5 Mio. Euro in eine einzelne Aktie. Es kann Marktphasen geben, in denen einige wenige Schwergewichte den Index nach oben ziehen (wie zuletzt im Versorgungsfonds beispielsweise der Technologiewert ASML). Im Gegenzug können ungünstige Entwicklungen einzelner Unternehmen oder Branchen zu einem relativ starken Wertverlust (sog. Underperformance) führen. Angesichts des potenziellen Klumpenrisikos sind Überlegungen bezüglich einer breiteren Streuung sinnvoll.

Im Folgenden werden drei Ansatzpunkte vorgestellt, die hinsichtlich einer Optimierung der Aktiengewichtung innerhalb des Index zweckmäßig sein könnten.

Gleichgewichtung:

Eine einfache Variante zur Vermeidung dieser Einzelrisiken ist es, allen Aktien innerhalb eines Index das gleiche Gewicht zuzuordnen. Bei 50 Aktien hätte jede Aktie ein Gewicht von 2 %, bei 100 Aktien je 1 %. So kann das einzeltitelspezifische Risiko deutlich gesenkt werden. Zur Veranschaulichung des Effektes ist in der nachfolgenden Abbildung 27 die Entwicklung des Stoxx Europe 600, dessen Gewichtung im Wesentlichen auf der Marktkapitalisierung basiert, einem gleichgewichteten ETF („Exchange Traded Fund“) aus dem gleichen Unternehmensuniversum gegenübergestellt.

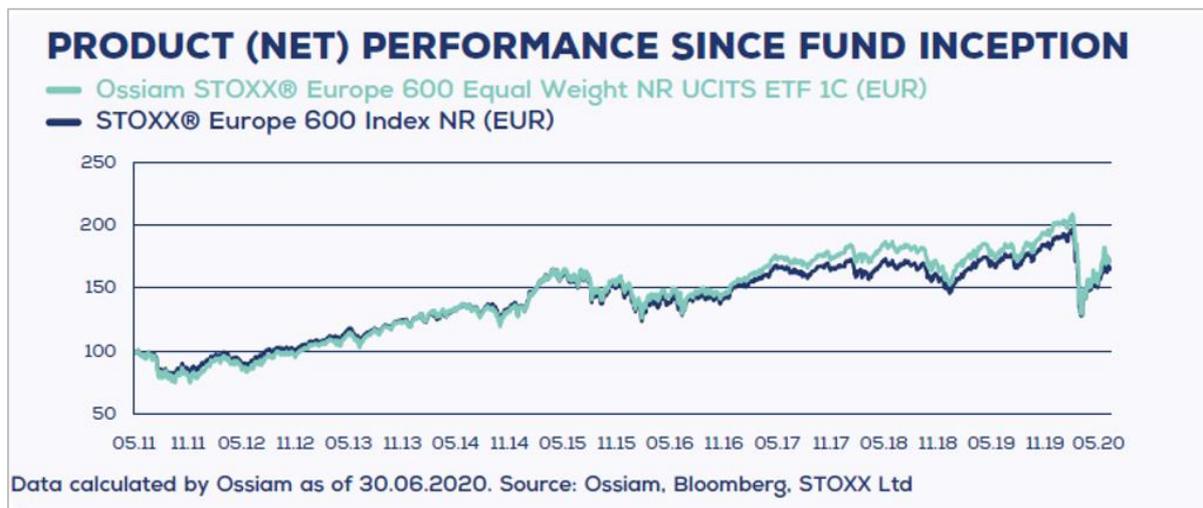


Abbildung 27: Entwicklung gewichteter vs. gleichgewichteter Aktienindex

Die gleichgewichtete Anlagestrategie (grüne Linie) zeigt im Zeitraum der vergangenen 10 Jahre meist einen analogen Verlauf zu dem gewichteten Stoxx Europe 600 (blaue Linie), phasenweise sogar eine positivere Entwicklung. Daraus lässt sich ableiten, dass eine gleichgewichtete Anlagestrategie für die Renditeentwicklung nicht nachteilig sein muss. Allerdings bleibt hierbei der Aspekt der Marktkapitalisierung (Liquidität) unberücksichtigt.

Absenkung der maximalen Gewichtung pro Aktie:

Eine Alternative zur Gleichgewichtung ist eine moderate Gewichtung durch Festlegung einer niedrigeren Anteilsobergrenze für einzelne Aktien. In Bezug auf den im Versorgungsfonds verwendeten Index „Solactive oekom ESG Fossil Free Eurozone 50“ ist denkbar, die maximale Gewichtung pro Titel des Indexes beispielsweise von 5 % auf 3 % abzusenken. Somit könnte das einzeltitelspezifische Risiko verringert, aber gleichzeitig auch der Aspekt der Marktkapitalisierung eingebunden werden.

Berücksichtigung von Optimierungs-Kriterien bei der Indexzusammensetzung:

Neben der Marktkapitalisierung, als gängigem Gewichtungskriterium, oder nachhaltigen Aspekten (ESG-Kriterien) können auch Investmentansätze verfolgt werden, die bei der Selektion von Aktien z.B. ökonomische oder auch quantitative Kriterien berücksichtigen. Die Optimierung einer Indexzusammensetzung kann dabei nach gewissen Schwerpunkten erfolgen:

- Risikobasierte Strategien berücksichtigen Volatilität und andere quantitative Methoden (z.B. Min-Vol-Index).
- Fundamentale Strategien berücksichtigen neben der Dividendenrendite weitere wirtschaftliche und bilanzielle Kennzahlen eines Unternehmens.
- Bei Faktorstrategien geht es um die regelbasierte Anlage in Wertpapieren, die bestimmte Charakteristika aufweisen, mit denen potenziell höhere risikoadjustierte Renditen erzielbar sind als am Gesamtmarkt.

Vor dem Hintergrund einer möglichen Erhöhung der Aktienquote des Versorgungsfonds ist eine breitere Diversifizierung des Aktienbereichs zielführend. Es gilt zu prüfen, ob das Aktienportfolio durch eine Anpassung der Indexzusammensetzung oder durch Auflage eines neuen Index effizienter gestaltet werden könnte. Die beschriebenen Ansatzpunkte zeigen einige Möglichkeiten auf, die jedoch im Hinblick auf ihre Realisierbarkeit untersucht werden müssen.

Empfehlung:

Eine breitere Streuung des unsystematischen (einzeltitelspezifischen) Risikos im bestehenden Index ist mit Bezug auf das steigende Aktienvolumen grundsätzlich zweckmäßig. Unter Kosten-Rendite-Aspekten ist zu prüfen, inwieweit eine optimierte Gewichtung durch Veränderung des bestehenden Indexes oder durch die Auflage eines neuen Indexes umgesetzt werden kann.

6. Schlussfolgerungen

6.1. Ergebnisse der Analyse

Die in Zukunft stetig steigenden Versorgungsaufwendungen bedingen eine Fortführung der finanziellen Vorkehrung für zukünftige Haushaltsjahre. Der Versorgungsfonds in seiner Funktion als ergänzendes Finanzierungsinstrument erweist sich in dem untersuchten Zeitraum bis 2032 als tragfähiges Konzept zur Stabilisierung zukünftiger Versorgungsausgaben. Allerdings bietet die Haushaltssituation des Landes, die auch längerfristig insbesondere durch die erheblichen finanziellen Belastungen der Corona-Maßnahmen geprägt sein wird, momentan keinen Spielraum, das Vermögen des Versorgungsfonds über das derzeit vom VersFondsG S-H vorgesehene Maß hinaus zu steigern. Es wird deshalb empfohlen, an der bisherigen Systematik der Zuführungen und Entnahmen festzuhalten. Sobald es die Haushaltslage zulässt, könnten dem Versorgungsfonds zusätzliche Mittel über die Erhöhung der monatlichen Beiträge für neu eingestellte Beamt*innen sowie über außerplanmäßige Zuführungen zufließen. Die derzeit im VersFondsG S-H (§§ 4, 5) vorgesehene zeitliche Begrenzung auf das Jahr 2027 kann vor dem Hintergrund der Ergebnisse der Projektion auf das Jahr 2032 ausgeweitet werden.

Auf Basis der Grundsatzentscheidung zur Beibehaltung des Vorsorgekonzepts werden unter Abschnitt 5.2.2. diverse Ansatzpunkte zur zeitgemäßen Weiterentwicklung des Anlagemanagements aufgezeigt. So bedarf das Konzept des Realen Werterhalts aufgrund des Vermögenszuwachses im Zuge der regelmäßigen Zuführungen einer Ergänzung zur Begrenzung der Risiken im bedeutsamer werdenden Aktienbereich. Des Weiteren lässt sich vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrig- bzw. Negativzinsumfeldes einerseits und der bewusst langfristigen Ausrichtung andererseits die Rendite-Risiko-Struktur des Versorgungsfonds optimieren. Im Wesentlichen steht dabei die Erweiterung des Anlagespektrums zur Nutzung von Diversifizierungseffekten und Ertragspotentialen im Fokus. Den Schwerpunkt für eine effizientere Anlagestruktur bildet im Anleihebereich die Ausweitung des Spektrums durch eine geringfügige Absenkung der Bonitätserfordernisse. Im Aktienbereich besteht das Erfordernis einer Erhöhung der Aktienquote, die mit einer Erweiterung des regionalen Spektrums einhergehen sollte. Ziel ist eine ausgewogene Renditestruktur bei vertretbarem Risiko. Mit der Erweiterung des Anlagespektrums wachsen zwangsläufig die Anforderungen an die Verfahren der Rendite-Risiko-Steuerung, die sich auch im Rahmen des regelmäßigen Controllings und des Berichtswesens bewährt haben. Die Ausrichtung der Anlagestrategie im Rahmen der Allgemeinen Anlagerichtlinien basiert weiterhin auf Entscheidungen des Anlageausschusses. Die entsprechende konkrete Umsetzung erfolgt in enger Abstimmung zwischen Finanzministerium und Bundesbank. Der Beirat als anzuhörendes Gremium wird auch in Zukunft frühzeitig in die wesentlichen Weichenstellungen des Versorgungsfonds eingebunden.

Um auf mögliche Veränderungen der finanzpolitischen oder kapitalmarktseitigen Rahmenbedingungen reagieren zu können, ist eine Evaluierung des Versorgungsfondskonzepts in regelmäßigen Abständen und dann in Verbindung mit den Versorgungsbericht vorgesehen. Da der

nächste Versorgungsbericht in 2021 erscheint und dann wieder nach fünf Jahren, ist die nächste planmäßige Berichterstattung in 2026 vorgesehen.

6.2. Anpassung der rechtlichen Rahmenbedingungen

Die Entscheidung für eine langfristige Fortführung des Versorgungsfonds und die Umsetzung der in Abschnitt 5.2.2. beschriebenen Weiterentwicklungsmöglichkeiten im Bereich des Anlagemanagements erfordern einige zielgerichtete Anpassung des bestehenden VersFondsG S-H. Konkret sind folgende Passagen zu ändern:

§ 3 VersFondsG S-H (Verwaltung, Anlage der Mittel):

Unter § 3 Abs. 2 S. 2 VersFondsG S-H ist der maximal zulässige Aktienanteil des Versorgungsfondsvermögens geregelt. Es ist eine Erhöhung der maximalen Aktienquote von 30 % auf 50 % geplant.

§ 4 VersFondsG S-H (Zuführung der Mittel):

In § 4 Abs. 2 S. 1 ist der Zeitraum der Zuführung der Mittel an den Versorgungsfonds nach Maßgabe des Haushaltsplans des Landes geregelt. Dieser ist bislang auf den 31.12.2027 begrenzt. Da an der bestehenden Zuführungssystematik auf Basis des Finanzplans festgehalten werden soll, ist eine Verlängerung des Zuführungszeitraumes bis 31.12.2032 vorzunehmen.

§ 5 VersFondsG S-H (Verwendung des Sondervermögens):

§ 5 Abs. 2 S. 1 VersFondsG S-H regelt zum einen die Maßgabe des Realen Werterhalts, dessen Einhaltung die Voraussetzung für Entnahmen aus dem Versorgungsfonds sind. Zum anderen ist die Begrenzung des mengenmäßigen Anstiegs der Versorgungsausgaben jährlich auf 1,5 % festgelegt. Da auf Basis des bestehenden Konzepts, entsprechend der Zuführungssystematik, Entnahmen auch weiterhin zur Stabilisierung der Versorgungsausgaben möglich sind, ist der Zeitraum für die Entnahmen ebenfalls auf 31.12.2032 zu verlängern.

§ 5 Abs. 3 S. 1 VersFondsG S-H ist entsprechend der Verlängerung des Entnahmezeitraumes unter § 5 Abs. 2 S. 1 VersFondsG S-H anzupassen.

§ 10 VersFondsG S-H (Evaluierung):

Bislang sieht das VersFondsG S-H eine einmalige Evaluierung des Versorgungsfonds zum Ende 2020 vor. Die Verankerung eines regelmäßigen Evaluierungsturnus erfordert eine entsprechende Anpassung des § 10 VersFondsG S-H, z.B. mit Bezug auf einen 5-Jahres-Zeitraum.

6.3. Ausblick

Die kommenden Jahre werden sowohl in finanzpolitischer Sicht als auch kapitalmarktseitig herausfordernd. Neben den Corona-bedingt außerordentlich hohen Belastungen des Landeshaushalts werden die Versorgungsausgaben in Zukunft weiter steigen. Die Kapitalmarktentwicklung ist mit hoher Unsicherheit behaftet. Es kann zwar davon ausgegangen werden, dass die massiven Eingriffe der Notenbanken und der Staaten die Lage zumindest kurzfristig stabilisieren. Allerdings können vor allem mittel- bis langfristig Verwerfungen bzw. starke Anpassungsreaktionen nicht ausgeschlossen werden.

Insgesamt verfügt das Land mit dem Versorgungsfonds über ein tragfähiges Konzept und über eine Basis, auf die in Zukunft weiter aufgebaut werden kann. Die unter Abschnitt 5.2.2. vorgestellten Ansatzpunkte zur Modifikation im Anlagemanagement lassen sich relativ zügig im Jahresverlauf 2021 konkretisieren. Darüber hinaus sind weiterführend einige Aspekte zu nennen, die aufgrund notwendiger umfassender Vorarbeiten bzw. der Komplexität der Umsetzung mit einem längeren zeitlichen Vorlauf verfolgt werden. Folgende Punkte sind erwähnenswert:

- *Ausweitung des Anlagespektrums auf neue Anlageklassen und -instrumente*

Um alternative Ertragsquellen zu erschließen und darüber hinaus risikoreduzierende Diversifikationseffekte zu nutzen, können unter Berücksichtigung des Marktumfelds (Niedrigzinsen, volatile Aktienmärkte) weitere Anlageklassen und Anlageinstrumente (z.B. Immobilien, ETF's, Anleihen in Fremdwährung) vorteilhaft sein. Es ist kontinuierlich zu prüfen, ob unter Optimierungsaspekten Anlageklassen in das Portfolio des Versorgungsfonds aufgenommen werden sollten. Auf Basis des Anlagehorizonts und der finanziellen Risikotragfähigkeit sind zum einen Nachhaltigkeitsaspekte zu berücksichtigen sowie zum anderen entsprechende, geeignete Methoden und Verfahren zur Rendite-Risiko-Steuerung zu entwickeln.

- *Weiterentwicklung der Modelle und Verfahren zur Rendite Risiko-Steuerung*

Auch die bestehenden Verfahren zur Rendite-Risiko-Steuerung sind regelmäßig im Hinblick auf die Zielsetzungen des Versorgungsfonds zu überprüfen und ggf. anzupassen. Wesentlicher Bezugspunkt ist insbesondere auch das regelmäßige Controlling und das Berichtswesen. Mögliche Ansatzpunkte für die Weiterentwicklung der Modelle und Verfahren sind beispielsweise die Berücksichtigung von Korrelationseffekten zwischen den verschiedenen Anlageklassen Anleihen und Aktien sowie die Steuerung von Bonitätsrisiken über ein Kreditrisikomodell. Schließlich sind verschiedene Optimierungsansätze, z.B. mit Bezug auf die Festlegung des Aktienindex, die Verankerung einer Benchmark für das Gesamtportfolio oder die Timing-Entscheidung bezüglich der Zuführungen, denkbar.

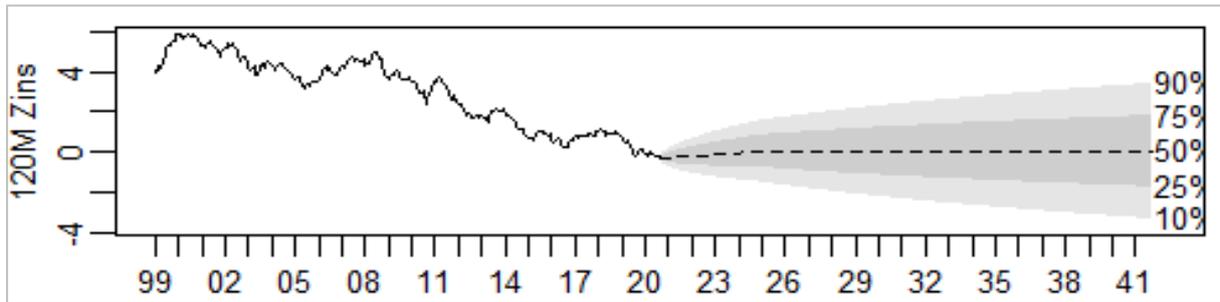
- *Proxy Voting*

In der aktuellen Ausgestaltung des Versorgungsfonds ist es derzeit aus verschiedenen Gründen nicht möglich, dass das Land die Stimmrechte auf den Hauptversammlungen der im Aktienindex enthaltenen 50 Unternehmen einzelfallbezogen wahrnimmt. Im Bereich des Bundes und der Länder wird eine Ausübung von Stimmrechten auf Basis der Aktienanlagen in den Versorgungsfonds derzeit nicht umgesetzt. Das sogenannte Proxy-Voting ist ein Instrument, um Stimmrechte an Vertreter von Anleger*innen, Stimmrechtsvertreter*innen, Aktionärsvereinigungen oder Vertreter von Banken auf Basis von Weisungen zu übertragen. So können Stimmrechte Interesse während, z.B. in Bezug auf Nachhaltigkeitsaspekte, eingesetzt werden. Vor allem in den angelsächsischen Ländern ist eine systematische, von externen Dienstleistern vorbereitete und wahrgenommene Stimmrechtsvertretung gängige Praxis. In Deutschland ist das Modell hingegen noch nicht verbreitet. Vor dem Hintergrund der hohen Volumina, welche die Bundesländer insgesamt im Bereich der Anlage von Versorgungsgeldern in Aktien investieren, ist mit Bezug auf eine mögliche Umsetzung des Proxy-Votings die Zusammenarbeit mit dem Bund und/oder anderen interessierten Ländern anzustreben.

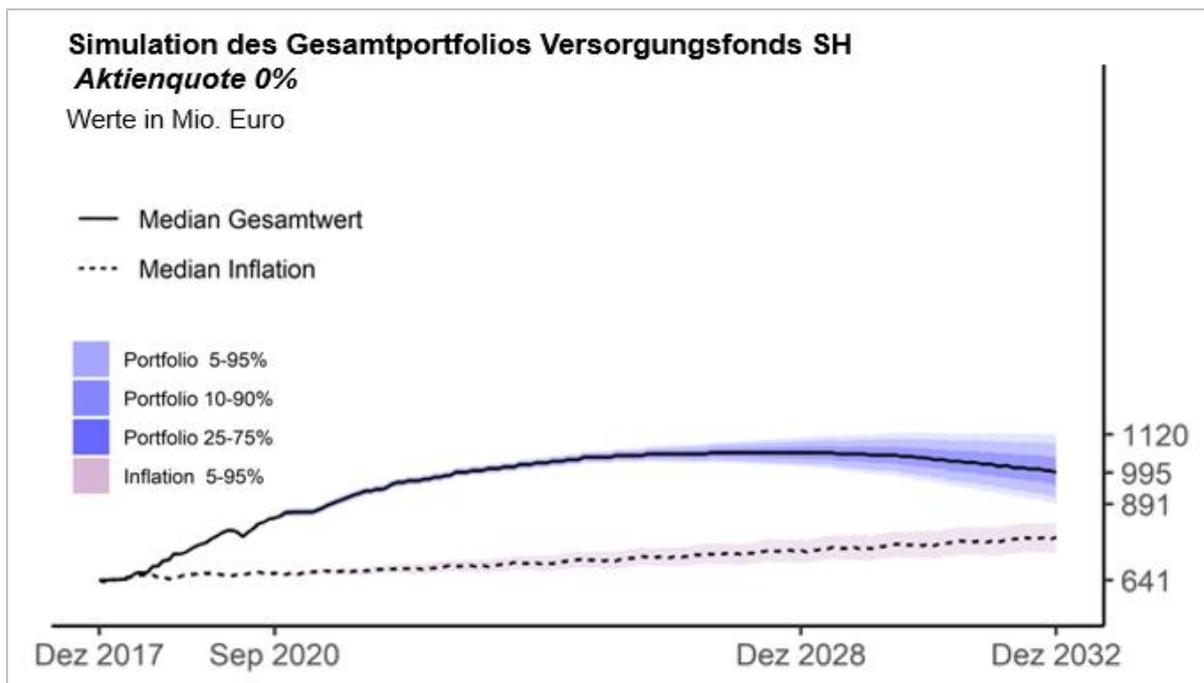
Die zukünftige Entwicklung der Versorgungsausgaben sowie die Bedingungen auf den Finanzmärkten sind grundsätzlich mit Unsicherheiten behaftet. Die vorgesehene Evaluierung des Versorgungsfonds in regelmäßigen Abständen erlaubt es, auf geänderte finanzpolitische und marktseitige Anforderungen eingehen zu können. Sie sollte dazu genutzt werden, den Versorgungsfonds hinsichtlich seiner grundsätzlichen Ausrichtung zu überprüfen und das Konzept an die neuen Rahmenbedingungen anzupassen. Es wird empfohlen, eine nächste Evaluierung in 2026 in Verbindung mit dem ebenfalls alle fünf Jahre vorzulegenden Versorgungsbericht durchzuführen.

Anhang

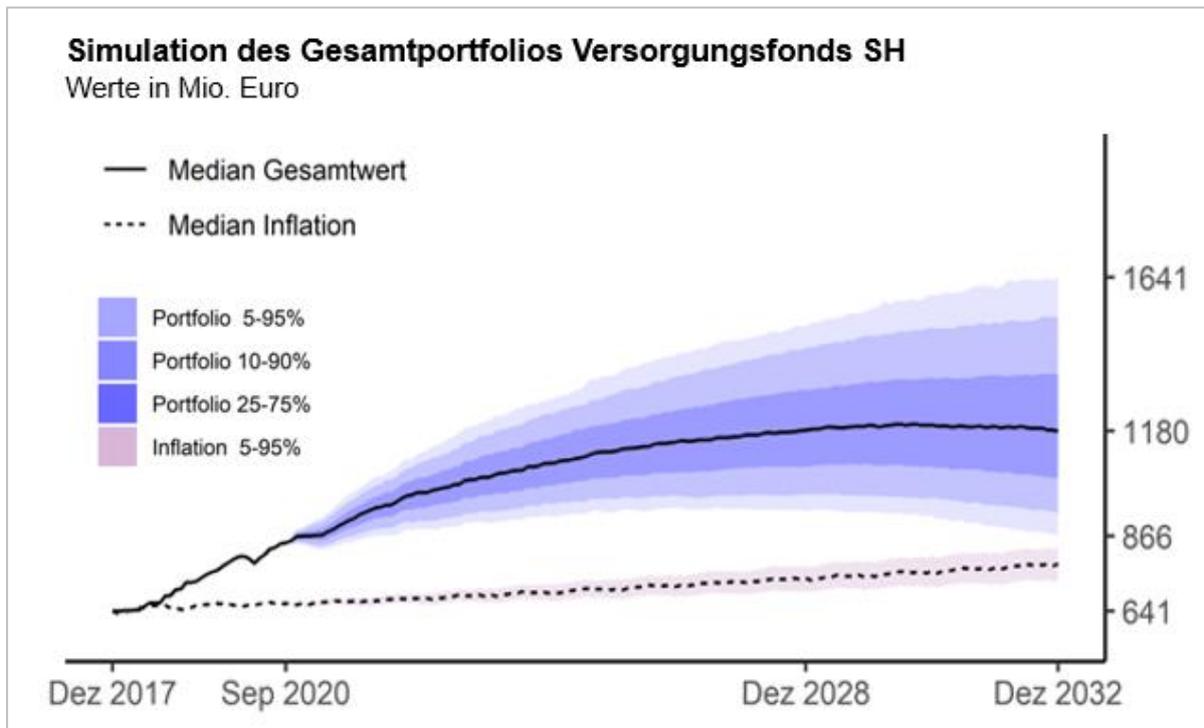
Übersicht 1: Simulation der Zinsentwicklung des 10-Jahressatzes



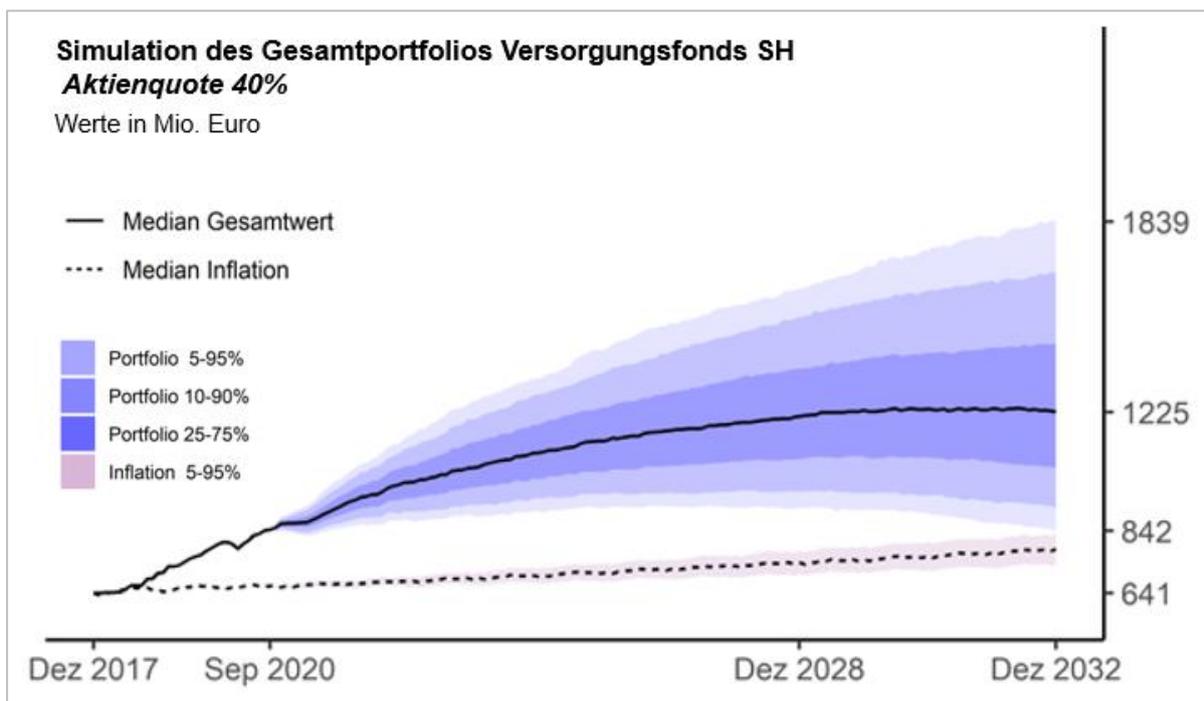
Übersicht 2: Strategie „0.00-0.00-0.00“ (Zielquote 0%, max. Aktienquote 0%)



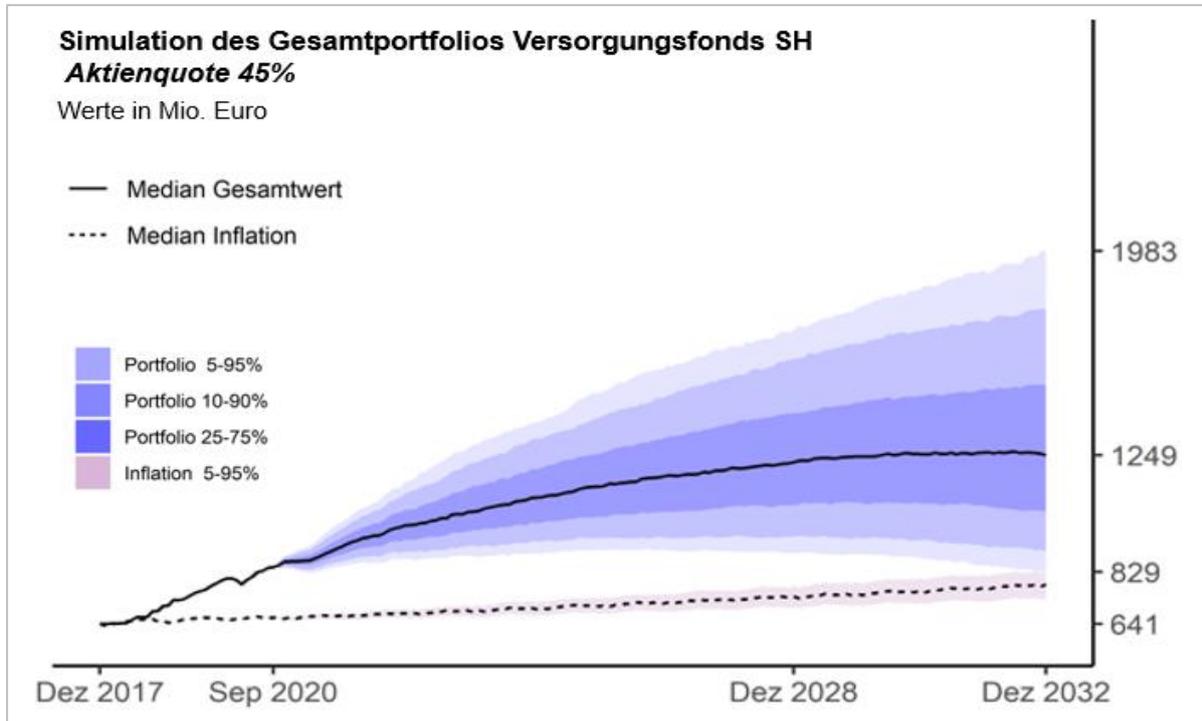
Übersicht 3: Strategie „0.00-0.29-0.30“ (Zielquote 29%, max. Aktienquote 30%, Status Quo)



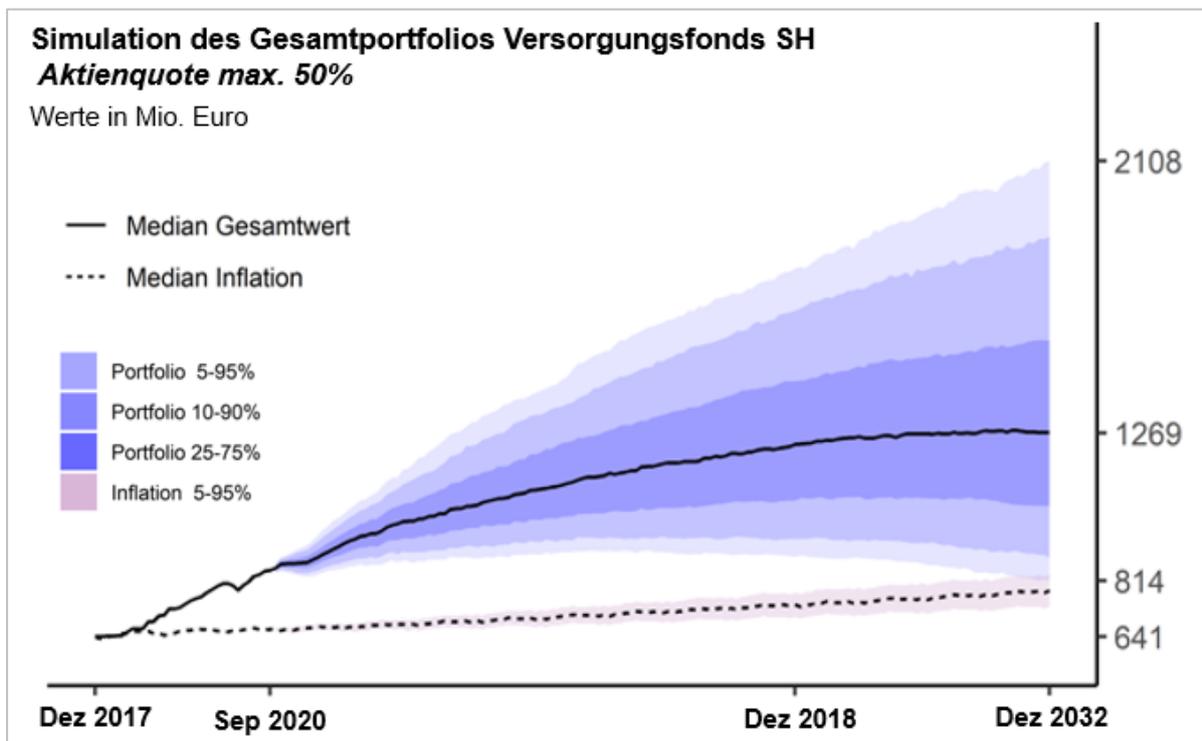
Übersicht 4: Strategie 0.00-0.35-0.40 (Zielquote 35%, max. Aktienquote 40%)



Übersicht 5: Strategie „0.00-0.40-0.45“ (Zielquote 40%, max. Aktienquote 45%)



Übersicht 6: Strategie „0.00-0.45-0.50“ (Zielquote 45%, max. Aktienquote 50%)



Übersicht 7: Strategie „0.00-1.00-1.00“ (Zielquote 45%, max. Aktienquote 50%)

