

Stellungnahme des IfW Kiel für die Anhörung im Finanzausschuss des Landtags
Schleswig-Holstein am 6. Mai 2021

Evaluierung 2020 des Versorgungsfonds des Landes Schleswig- Holstein

Im April 2021

Jens Boysen-Hogrefe

Schleswig-Holsteinischer Landtag
Umdruck 19/5705

I. Allgemeine Überlegungen zum Versorgungsfonds

Renditedifferenz als notwendiges Kriterium

Der Versorgungsfonds des Landes Schleswig-Holstein besitzt diverse Vermögenstitel, insbesondere Anleihen und Aktien. Diesem Vermögen sind die Schulden des Landes gegenüberzustellen. Sofern das Land keine Vermögenstitel erwerben würde bzw. erworben hätte, wäre in gleichem Umfang die (Brutto-)Verschuldung niedriger. Daher ist für die Beibehaltung bzw. den Ausbau des Versorgungsfonds die Frage zentral, ob die Vermögenstitel (Wertpapiere), die im Besitz des Fonds sind, höher rentieren als die Schuldtitel, die das Land ausgibt. Zudem müssen aus der Renditedifferenz die Verwaltungskosten des Fonds gedeckt werden.

Für die Beurteilung der Empfehlungen zur Weiterentwicklung des Fonds sind zunächst Einflussfaktoren auf die Rendite von Anleihen, die einen wesentlichen Teil der Vermögenstitel im Besitz des Fonds ausmachen, in den Blick zuzunehmen. Zugleich begibt das Land selber Anleihen. Die Vermögenstitel des Fonds sind stets relativ zu den Anleihen des Landes zu bewerten.

Die Rendite von Anleihen kann gedanklich in eine risikofreie Rendite und in eine Risikoprämie unterteilt werden. Die Risikoprämie entspricht zudem verschiedenen Risiken. Wesentliche Risiken sind das Ausfallrisiko und das Liquiditätsrisiko. Bezüglich des Ausfallrisikos dürfte das Land Schleswig-Holstein im Vergleich zu vielen anderen Emittenten vergleichsweise gut dastehen. Andere Länder, wie z.B. Bayern, und der Bund dürften allerdings noch niedrigere Risiken aufweisen. Sofern eine positive Renditedifferenz erzielt werden soll, muss die Bonität des Emittenten bei gleichen übrigen Risiken geringer sein als die des Landes Schleswig-Holstein.

Zudem besteht das sogenannte Liquiditätsrisiko. Anleger präferieren Anleihen, die leicht wieder verkauft werden können. Dazu ist es von Vorteil, wenn der Markt relativ groß ist und der Emittent eine große Anerkennung besitzt. Die Anleihen des Landes dürften hier deutlich schlechter abschneiden als zum Beispiel die des Bundes. Anleihen anderer Emittenten mit einer geringeren Liquidität als die des Landes könnten Unternehmensanleihen oder Anleihen kleiner Länder bzw. Staaten sein.

Ferner unterscheiden sich die Rendite von Anleihen über die (Rest-)Laufzeit. Typischerweise rentieren Anleihen mit höheren Restlaufzeiten auch höher, da hier Zinsänderungserwartungen und -risiken eingepreist werden.

Generell sind die Möglichkeiten eine merkliche Renditedifferenz mit Anleihen zu erzielen begrenzt, solange keine erheblichen Verlustrisiken eingegangen werden. Bei Aktien bestehen zwar auch

erhebliche Verlustrisiken, doch sind die Ertragspotenziale hier auch deutlich höher. Bei einer hinreichend großen Diversifikation des Aktienportfolios lassen sich die Verlustrisiken zumindest deutlich reduzieren. Die langfristige Erfahrung spricht dafür, dass es sich für Staaten mit hoher Bonität auszahlen kann, z.B. zur Finanzierung von zukünftigen Pensionslasten in Aktien zu investieren (vgl. z.B. Fuest et al. 2019). Die Staatsfonds in Norwegen und die Kapitaldeckung der Rente in Schweden sind hier als Beispiele zu nennen (Bönke und Harnack 2017).

Einfluss des Fonds auf die Bonität des Landes

Durch die Finanzierung der Vermögenstitel geht das Land eine höhere Bruttoverschuldung ein. Typischerweise hat der Bruttoschuldenstand Einfluss auf die Bonitätsbewertung an Rentenmärkten. Sofern durch den höheren Bruttoschuldenstand die Renditeforderungen an das Land steigen, müssten auch diese Mehrausgaben in das zuvor genannte Kalkül einbezogen werden. Eine genaue Quantifizierung dieses Effekts ist allerdings kaum möglich, da die Risikobewertungen zeitvariierend zu sein scheinen (siehe z.B. Aßmann und Boysen-Hogrefe 2012 oder Boysen-Hogrefe 2017 sowie die dort zitierte Literatur). Sofern die zusätzliche Verschuldung für den Erwerb von verlässlichen und leicht liquidierbaren Vermögenstiteln genutzt wird, dürfte der Einfluss auf die Bonität grundsätzlich gering sein.

Insgesamt kann nicht ausgeschlossen werden, dass, wenn durch das Streben nach höherer Rendite das Risiko des Gesamtportfolios deutlich zulegt, es negative Effekte auf die Zinsausgaben des Landes gegeben kann, die den Nettoertrag der riskanteren Strategie schmälern. Derzeit dürfte der Einfluss des Fonds auf die Bonität des Landes vernachlässigbar sein. Sofern der Fonds aber eine sehr riskante Anlagestrategie fährt, könnte sich dies – insbesondere wenn sich das globale Finanzmarktumfeld verschiebt – ändern.

Pufferfunktion, Schuldenbremse und realer Werterhalt

Der Fonds ist vornehmlich durch seine relativen Ertragsmöglichkeiten zu rechtfertigen. Zudem wird ihm eine Pufferfunktion mit Blick auf die steigenden Pensionslasten zugesprochen. Der Übergang zu höheren Ausgabeanteilen für die Beamtenversorgung kann durch dieses Sondervermögen im Einklang mit den formalen Vorgaben der Schuldenbremse abgepuffert werden. Grundsätzlich bietet das Sondervermögen somit die Möglichkeit die Ausgaben des Landes über die unter der Schuldenbremse vorgesehene Höhe zu steigern. Sofern allerdings der Aufbau des Sondervermögens unter der geltenden Schuldenbremse erfolgt, handelt es sich hier lediglich um eine zeitliche Verschiebung und langfristig wären die Vorgaben der Schuldenbremse nicht in Frage gestellt.

Da bei Erstellung des Fonds bestehende Rücklagen eingesetzt wurden, ist die Vorgabe des realen Werterhalts für das „Startkapital“ eine Maßnahme, um zu verhindern, dass die Möglichkeiten der zeitlichen Verschiebung von Ausgaben mit Hilfe des Fonds überstrapaziert werden und der Vermögensbestand zu schnell aufgezehrt wird – was effektiv Finanzierungsdefizite bedeuten würde, die zwar formal mit der Schuldenbremse vereinbar sind, aber nicht mit der Idee der Schuldenbremse. Daher stellt die Forderung nach dem realen Werterhalt eine „Schutzfunktion“ für die Schuldenbremse dar; sie ist angesichts des aktuellen Renditeumfelds sogar recht strikt, da für den realen Werterhalt – zumindest, wenn nur Anleihen im Portfolio wären – Zuführungen aus dem Haushalt nötig sein dürften. Mit Anleihen hoher Bonität wird es derzeit wohl sehr schwerfallen, Renditen zu erwirtschaften, die über der Inflationsrate liegen.

Hier sei betont, dass der reale Werterhalt keine Bedeutung für die Frage hat, ob der Fonds wirtschaftlich ist. Hier spielt vordringlich und fast ausschließlich die Frage, ob es eine positive Renditedifferenz gibt, eine Rolle. Zeigt sich diese nicht, sollte der Fonds aufgelöst werden. Zeitliche Verschiebungen von Ausgaben, die durch Pensionswellen gegebenenfalls sinnvoll sind, sollten dann durch Rücklagen im Haushalt (vorübergehender Schuldenabbau) und nicht durch einen Vermögensfonds angestrebt werden.

II. Zu den Empfehlungen im Einzelnen

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.

Grundsätzlich ist es zu begrüßen, dass bei sich deutlich änderndem Marktumfeld, Anlagestrategien überprüft werden. Dies sollte auch für jede Aktie einzeln und nicht nur mit Blick auf das gesamte Aktienportfolio geschehen. Sofern sich einzelne Aktien besonders ungünstig entwickeln, sollte es möglich sein, sich von der Vorgabe, einen bestimmten Index nachzubilden, zu trennen. Für die Gesamtheit der Aktien ist es zudem problematisch die Anschaffungskosten als Bezugspunkt zu nehmen. Ein Verlust von 25% relativ zu den Anschaffungskosten für eine Aktie, die vor 10 Jahren erworben wurde, kann etwas sehr anderes sein als für eine gerade erworbene Aktie. Bei Ersteren könnten in der Zwischenzeit erhebliche Wertzuwächse aufgelaufen sein, so dass ein Kursstand von 25% unter Anschaffungskosten einen deutlichen größeren „Crash“ bedeuten könnte als die 25% bei der jüngst erworbenen Aktie.

Insgesamt ist zu berücksichtigen, dass Schwankungen des gesamten Marktes anders zu bewerten sind als der „Absturz“ einzelner Aktien. Während Marktturbulenzen, wie z.B. die im Frühjahr 2020 nach den bisherigen Erfahrungen zumindest in der mittleren bis langen Frist immer wieder ausgeglichen wurden, können Kurschwankungen einzelner Titel schließlich von einem Totalverlust gefolgt werden.

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.

Diese Empfehlung ist sehr problematisch. Zwar verspricht das Vorgehen langfristige Titel zu erwerben, dass kein nominaler Verlust entstehen dürfte, sofern sehr sichere Anleihen erworben und bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Doch ist das nicht das relevante Kalkül. Zentral ist die Renditedifferenz zu den Schuldtiteln des Landes. Wenn es keine Schuldtitel des Landes mit ähnlich langen Laufzeiten und ähnlichem Volumen gibt, besteht die Gefahr, dass bei einem Zinsanstieg die Renditedifferenz mit Blick auf die Langläufer negativ wird (die erworbenen Anleihen behalten ihren niedrigen Kupon nahe null, während Renditen der zur Finanzierung genutzten Schuldtitel des Landes mit der Inflation bzw. dem allgemeinen Zinsniveau steigen müssen).

Hier sei darauf hingewiesen, dass höhere Renditen bei längeren Laufzeiten auch als Entgelt für das Zinsänderungsrisiko verstanden werden können. Letztlich weist der Umstand, dass die Renditen von Langläufern höher liegen – lässt man die Bewertung von Risiken außer Acht – auf die Erwartung steigender Zinsen hin. Wenn die Erwartungen der Marktteilnehmer der tatsächlichen Entwicklung entsprechen, gäbe es letztlich keinen Unterschied, ob Langläufer oder immer wieder Kurzläufer erworben würden. Sollte allerdings der Zinsanstieg kräftiger ausfallen, macht man mit den Langläufern Verlust. Daher ist dies eine riskante Strategie.

Das Risiko, Verluste durch einen stärker als eingepreisten Anstieg des Zinsniveaus zu erleiden, besteht nicht, wenn die Laufzeiten der Schuldtitel des Landes, die zur Finanzierung des Fonds nötig sind, die gleichen Laufzeiten haben wie die erworbenen Anleihen.

Allerdings ist bei Anleihen längerer Laufzeit auch zu bedenken, dass nun mehr Zeit besteht, in der sich die Ausfallrisiken verändern können. Dies ist ein zusätzliches Risiko beim Erwerb von Anleihen langer Laufzeit.

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.

Diese Empfehlung ist sinnvoll. Solange die Renditedifferenz zu den Schuldtiteln des Landes (bei gleicher Laufzeit) hinreichend ist, mindestens die Verwaltungskosten des Fonds zu decken, ist auch der Erwerb von Anleihen mit negativer Rendite wirtschaftlich. Dies gilt, sofern es keine nennenswerten Ausfallrisiken der negativ rentierlichen Anleihen gibt.

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.

Hier geht es um einen Tausch von Rendite gegen Sicherheit. Das höhere Risiko wird typischerweise höher entgolten. Doch geht mit dem schlechteren Rating auch ein höheres Ausfallrisiko einher. Hierbei ist zu betonen, dass durch die Niedrigzinsphase und im Zuge der Corona-Krise die Bonität von vielen Emittenten schwer einzuschätzen ist und bereits die Gefahr einer zu günstigen Bewertung bestehen dürfte (vgl. Krämer 2021). Sollte es zu einem Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus kommen, könnten bereits jetzt schwach bewertete Anleihen stärker ausfallgefährdet werden. Insbesondere wenn Papiere schwacher Bonität mit hohen Laufzeiten erworben werden, kann dies sehr riskant sein.

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“).

Insbesondere bei langen Anlagehorizonten sind Aktien eine sehr ertragreiche und relativ sichere Anlageoption, sofern hinreichend gestreut wird; letztlich ist mit deutlichen Kursverlusten oder sogar Ausfällen bei einzelnen Titeln durchaus zu rechnen – aber nicht für das gesamte Portfolios. Kurzfristig können die Schwankungen des Gesamtmarktes dazu führen, dass Aktienportfolios z.B. im Vergleich zum Vorjahr deutlich negativ rentieren. Daher sollte der Aktienanteil am Planungshorizont für den gesamten Fonds angelegt werden. Zu Beginn ist ein hoher Aktienanteil zu empfehlen, der mit der Zeit schrumpfen sollte.

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.

Dieser Schritt ist zu empfehlen. Andere Aktienmärkte dürfte gegebenenfalls größere Ertragspotenziale haben, als die europäischen. So war die Performance von S&P 500 oder Dow Jones in den vergangenen Jahrzehnten der des DAX überlegen. Zudem dürfte die Ausweitung der berücksichtigungsfähigen Wertpapiere, die Möglichkeiten der Diversifikation und Risikominimierung erhöhen. Währungsrisiken würden zwar hinzutreten, doch werden Wechselkursschwankungen insbesondere bei international tätigen Unternehmen zumindest zum Teil auch in den Aktienkursen berücksichtigt. Sinkt z.B. der Wert des US-Dollars, steigen in dieser Währung bewertete Aktien in der Tendenz stärker. Diese Korrelationen sind in der Risikoanalyse zu berücksichtigen.

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.

Zustimmung.

Literatur

Aßmann, C. und J. Boysen-Hogrefe (2012). Determinants of Government Bond Spreads in the Euro: In Good Times as in Bad. *Empirica* 39(3), 341-356.

Bönke, T. und A. Harnack (2017). Ein Staatsfonds für Deutschland? Grundüberlegungen und internationale Vorbilder, Gutachten für die Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.

Boysen-Hogrefe, J. (2017). Risk assessment on euro area government bond markets: The role of governance quality. *Journal of International Money and Finance* 73

Fuest, C., C. Hainz, V. Meier und M. Werding (2019). Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds, ifo Studie, ifo Institut, München.

Krämer, M. (2021). Leading from behind: rating agencies' relaxed reaction to the pandemic. Blog. Bennett Institute for public policy, Cambridge. <https://www.bennettinstitute.cam.ac.uk/blog/Sovereign-credit-ratings-during-COVID19/>