

**Stellungnahme von Anja Mikus, Vorstandsvorsitzende und Chief Investment Officer
des KENFO – Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung - für den Finanzausschuss des
Schleswig-Holsteinischen Landtags anlässlich der Evaluierung 2020 des
Versorgungsfonds des Landes Schleswig-Holstein, Drs. 19 / 2648**

I. Grundsätzliches zum Anlagenmanagement

Wir möchten unsere Einschätzungen am Beispiel des KENFO darstellen. Ein **institutionelles Anlagenmanagement** erfordert sowohl eine unter Rendite- und Risikogesichtspunkten optimale Streuung und Steuerung der Kapitalanlagen als auch einen Bezug der Anlagen zum Verwendungszweck, der Höhe und dem Auszahlungszeitpunkt der Mittel. Letzteres wird z.B. bei Pensionskassen und Versicherungsunternehmen durch ein sogenanntes „Asset Liability Management“ sichergestellt, das für eine Verzahnung der Verbindlichkeiten mit der Anlagestrategie sorgt. Die Anlagen sind so zu gestalten, dass mit hoher Wahrscheinlichkeit die Verpflichtungen erfüllt werden. Deswegen wurde beim KENFO eine **Asset-Liability-Management-Studie** durchgeführt, um in der Portfoliostrategie die Verpflichtungen wie Zielrendite, Auszahlungszeitpunkte und -höhen zu berücksichtigen.

Darüber hinaus erfordert das Anlagemanagement aus unserer Sicht eine **Steuerung von Portfolien**, die aus Risiko- und Renditeüberlegungen über eine Vielzahl von Finanzinstrumenten global diversifiziert sind. Dabei sollten möglichst umfassend die vielfältigen Anlagemöglichkeiten in **weltweiten entwickelten und weniger entwickelten Märkten, Branchen, Bonitätsklassen sowie Eigenkapital- und Fremdkapitalinvestitionen** als wichtige Renditequellen – insbesondere im Niedrigzinsumfeld - genutzt werden.

Das umfasst sowohl börsennotierte Anlagen wie **Aktien, Unternehmens- und Staatsanleihen** als auch das Engagement in **nicht-börsengehandelten Anlagen** (sog. „Private Markets“) wie z.B. Private Equity, Infrastruktur, Immobilien usw.

Für den KENFO wurde so folgende Strategische Asset Allocation (SAA) entwickelt:



Insbesondere vor dem Hintergrund des aktuellen Niedrigzinsumfelds, das vermutlich längerfristig Bestand haben wird, sind Anlagestrategien, die eine hohe Anzahl global zur Verfügung stehenden Risikoprämien vereinnahmen können, unerlässlich. Hier spielen vor allem Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien oder auch privaten Beteiligungen langfristig eine große Rolle.

Zum 30.4.2021 liegt die Wertentwicklung des investierten Kapitals des KENFO seit seiner Auflage Mitte 2017 bei 8,4% pro Jahr.

II. Nachhaltigkeitsansatz

Die Kombination von Ausschlusskriterien mit regelbasiertem Auswahlverfahren über einen Best-in-Class-Ansatz ist grundsätzlich zu begrüßen.

Der Versorgungsfonds des Landes Schleswig-Holstein definiert die wichtigen Ausschlusskriterien für Staaten sowie für Unternehmen. Auch die Integration eines Best-in-Class-Ansatzes ist zeitgemäß und gängige Praxis der Finanzwirtschaft. Dennoch besteht das Risiko, sich zu einseitig auf die Einschätzung eines Datenanbieters zu verlassen. Wissenschaft und Praxis bestätigen die z.T. gravierenden Abweichungen in der Bewertung der Nachhaltigkeitsleistung durch ESG-Ratingagenturen. Deshalb nutzt der KENFO über seine mandatierten Assetmanager mehrere ESG Datenanbieter einschließlich die ESG-Teams und ESG-Datenbanken des Asset-Management-Gesellschaften. Bei weit gefassten Ausschlusskriterien sollte man sich zudem bewusst sein, dass man keinen Einfluss mehr hat auf von der Anlage ausgeschlossenen Bereiche. Der weiterentwickelte Nachhaltigkeitsansatz des KENFO setzt weniger auf mechanistische Ausschlüsse, sondern hat das Ziel, die Wirtschaft bei ihrem Transformationsprozess z.B. zur Klimaneutralität zu begleiten, um tatsächlich auch Wirkung zu erzeugen. Deshalb ist der KENFO Mitglied der „Net-Zero Asset-Owner-Alliance“ der Vereinten Nationen geworden.

Die Überlegungen eines zukünftigen, koordinierten Proxy-Votings für Aktien durch die Länder und ggf. den Bund, das ESG-Faktoren über die Corporate Governance hinaus und insbesondere klimarelevante Themen priorisiert, unterstützen das Klimaziel sehr gut.

III. Kurzbewertung der Empfehlungen

- a. **Risikosteuerung hinsichtlich des Konzepts des „Realen Werterhalts“** (i.e. keine Entnahme mit Minderung des Anfangswerts des Portfolios unter 641 Mio. EUR)

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.

Die genannten Informationspflichten gegenüber den Stakeholdern des Versorgungsfonds bei der Verletzung von Meldeschwellen sind wichtig. Es sollte überlegt werden, ob über diese ad hoc-Meldungen hinaus auch ein regelmäßiges Reporting gegenüber dem Ministerium über die Wertentwicklung des Portfolios hilfreich ist. Wenn die langfristige Zielallokation des Portfolios durch eine Asset-Liability -Management-Studie aufgesetzt würde, könnten ggf. weitere Schwellenwerte für die Vermögensstruktur definiert werden. Ob die hier vorgesehenen Grenzen von 25% und 40% im Einzelnen ausreichend sind, können wir nicht abschließend beurteilen.

b. Erweiterung Erwerbbarkeit von Anleihen mit einer Restlaufzeit bis max. 20 Jahren

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.

Da das aktuelle Marktumfeld durch negative Leitzinsen in Europa geprägt ist, besteht grundsätzlich bei Anleiheportfolien mit einer langen Laufzeit ein sehr hohes Risiko von (zwischenzeitlichen) Marktwertverlusten aufgrund steigender Zinsen. Der KENFO beispielsweise ist daher aktuell dabei, die durchschnittliche Laufzeit im Anleiheportfolio zu verkürzen.

c. Investitionen in Anleihen mit negativer Rendite zukünftig 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.

Für den KENFO sind Investitionen in Anleihen mit negativer Rendite grundsätzlich möglich. Allerdings ist deren Einsatz nur in begrenztem Umfang sinnvoll. Wenn bspw. aus Gründen des Liquiditätsmanagements Alternativen zu reiner Barmittelhaltung mit geringfügig höheren Renditen gesucht werden, kann dies im Einzelfall sinnvoll sein (bspw. als Alternative zur Notenbank-Bareinlage zu minus 50 Basispunkten). Der Anteil der negativ rentierenden Anleihen sollte regelmäßig überprüft und aktiv gesteuert werden. Anleihen haben die historische Pufferfunktion gegenüber Aktienkursverlusten weitgehend verloren.

d. Absenkung der Ratinggrenze um eine Stufe von Klasse A auf BBB

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.

Grundsätzlich ist der Einbezug von Anleihen mit BBB-Rating in einem so genannten „Investment-Grade-Anleiheportfolio“ sinnvoll, da ein Großteil des Universums in dieser Ratingklasse notiert. Auch die Möglichkeit, Anleihen deren Rating herabgestuft wurde weiter zu halten, sollte in Betracht gezogen werden, da sich insbesondere in unmittelbarer zeitlicher Nähe der Herabstufung aufgrund des Verkaufsdrucks kurzfristig nur sehr schlechte Preise realisieren lassen. Voraussetzung hierfür ist jedoch ein aktives Portfoliomanagement basierend auf Fundamentalanalysen der Anleihen im Portfolio.

e. Anhebung der Aktienquote von 30% auf 50%, Erhöhung der Zielquote auf 45%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“).

Mit Blick auf das langfristige Ertragspotential eines Multi-Asset Portfolios sind Aktien, vor allem vor dem Hintergrund des aktuellen Zinsumfeldes und damit entsprechend geringer Erträge von Anleihen, eine wichtige Renditekomponente. Allerdings muss die entsprechend höhere Volatilität von Aktien risikoseitig ausgehalten werden können (Risikotragfähigkeit und Wertuntergrenze). Darüber hinaus lässt sich eine Investition in Aktien nicht mit einem Substanzerhaltungsgebot für die entsprechend anzulegenden Mittel vereinen. Auch an dieser Stelle sei mit Blick auf das Gesamtportfolio eine gesamthafte Untersuchung der Bestände, Zuflüsse sowie zukünftigen Auszahlungspflichten durch eine Asset-Liability-Studie angeraten, die eine langfristige Zielallokation des Versorgungsfonds entwickelt und auch eine dazu passende Aktienquote.

f. Erweiterung des Anlagespektrums um Aktien außerhalb EuropasEmpfehlung:

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.

Eine globale Diversifizierung eines Aktienportfolios ist grundsätzlich empfehlenswert, wie historische Renditen belegen. Der KENFO betrachtet Fremdwährungsrisiken bei Aktien als über sehr lange Zeiträume risiko- und performanceneutral. Daher erfolgt lediglich ein Monitoring, aber keine Absicherung der Fremdwährungsrisiken bei Aktien.

g. Breitere Streuung durch Veränderung der IndexgewichtungEmpfehlung:

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.

Grundsätzlich ist eine breite Streuung bei passiven Anlagen empfehlenswert. So weisen Indizes mit wenigen Aktienwerten, wie z.B. der EURO Stoxx 50 Index, eine höhere Schwankungsbreite durch Konzentrationsrisiken auf, als dies bei breiter gestreuten Indizes, wie z.B. dem MSCI Europe Index (434 Aktien), der Fall ist. Eine Vergrößerung der Portfolio-Diversifikation ist grundsätzlich eine geeignete Maßnahme zur Streuung von Risiken und der Erhöhung der Wahrscheinlichkeit, an der weltweiten Entwicklung der Finanzmärkte möglichst optimal zu partizipieren. Der KENFO investiert aufgrund seines langen Anlagehorizonts u.a. auch in Wachstumsmärkte (Schwellenländer), um das Renditepotenzial zu verbessern.