

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgeber: Prof. Dr. Detlev Hummel

Nick Dimler

**Anlagepolitik öffentlicher Versorgungsrücklagen
deutscher Bundesländer und
kapitalmarktfundierte Strategieentwicklung**



Verlag Wissenschaft & Praxis



Anlagepolitik öffentlicher Versorgungsrücklagen deutscher Bundesländer und
kapitalmarktfundierte Strategieentwicklung

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

herausgegeben von
Prof. Dr. Detlev Hummel

Band 21

Nick Dimler

**Anlagepolitik öffentlicher Versorgungsrücklagen
deutscher Bundesländer und
kapitalmarktfundierte Strategieentwicklung**

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-89673-655-0

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 2013

D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6

Tel. +49 7045 93 00 93 Fax +49 7045 93 00 94

verlagwp@t-online.de www.verlagwp.de

Druck und Bindung: Esser Druck GmbH, Bretten

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Geleitwort

Der neue Band der Schriftenreihe beinhaltet eine Forschungsarbeit mit interdisziplinärem Ansatz, welche an der Universität Potsdam als Dissertation angenommen und erfolgreich verteidigt wurde. Die Schnittstelle von finanzwissenschaftlichen und finanzpolitischen Aspekten mit sozialen Verantwortlichkeiten der öffentlichen Hand für ihre Bediensteten einerseits als auch finanzmarktpolitische und kapitalmarkttheoretische Überlegungen zu nachhaltigen Anlagestrategien im Umfeld der neueren Finanzkrisen stellen neue Fragen und Herausforderungen. Eine solche komplexe Betrachtungsweise ist nicht unproblematisch, aber dringend erforderlich, um Lösungen für reale Fragestellungen zu erarbeiten.

In den letzten Jahrzehnten hat in allen Bundesländern eine fortschreitende Verbeamtungspolitik ohne Bildung von Versorgungsrücklagen stattgefunden.

Ökonomisch gesehen ist allein die Tatsache fragwürdig, dass die verschuldeten Bundesländer teilweise eigene Anleihen kaufen und dabei davon ausgehen, damit eine nachhaltige Vorsorge für ungedeckte Pensionsverpflichtungen ihrer Beamten zu treffen.

Die Arbeit von Herrn Nick Dimler untersucht nun dafür gebildete Kapitalrücklagen, insbesondere aber die Vermögensanlage und die Strategien der deutschen Bundesländer. Aufgrund der aktuellen Finanzmarktentwicklungen stellt dies neue Fragen für die Asset Allokation der zurückgestellten Vermögen, resp. für das Asset Management (die Vermögensverwaltung) der verantwortlichen öffentlichen Institutionen.

Eine besondere Herausforderung dabei ist, dass die öffentlichen Haushalte nicht nur einen Inflationsausgleich, sondern wegen der eigenen Verschuldung auch die Finanzierungskosten im Rahmen der Anlagestrategie erwirtschaften müssen.

Der Herausgeber unterstreicht die Bedeutung der vorliegenden Untersuchung, welche sich allein schon daraus ergibt, dass erstmals der Status Quo der Bildung von Versorgungsrücklagen vergleichend festgestellt werden konnte. Weiterhin wird hiermit die Vermögensanlagepolitik der öffentlichen Hand – wie auch der Prozess und das Management der „Vermögensverwaltung“ – kritisch untersucht.

Dabei konnten wir uns auf das überaus kooperative Verhalten der zuständigen Entscheidungsträger in den 16 Bundesländern stützen, welche uns notwendige Informationen und Daten zur Verfügung stellten. Die vorliegende Arbeit versucht nicht nur kapitalmarkt-fundierte Handlungsempfehlungen für eine nachhaltige Anlagepolitik der öffentlichen Hand zu begründen, sondern macht auch komplizierte Prozesse der politischen Konsensbildung deutlich, welche das Anlageverhalten der

Bundesländer bestimmen. Allerdings wird auch deutlich, dass die Möglichkeiten der gültigen Anlagerichtlinien in den Bundesländern bei aller Differenziertheit längst nicht ausgeschöpft sind.

Der Herausgeber wünscht dem neuen Band das Interesse der geneigten Leser sowie viele Anregungen für weitere Forschungsarbeiten und die konstruktive Diskussion.

Prof. Dr. Detlev Hummel

Vorwort

Diese Arbeit entstand während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl Finanzierung und Banken der Universität Potsdam und wurde im Frühjahr 2013 von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät als Dissertation angenommen.

Zuerst möchte ich meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Detlev Hummel, der die Anregung zu diesem Thema gab, für die Betreuung meiner Arbeit und seine konstruktiven Hinweise danken. Auch Herrn Prof. Dr. Hans-Georg Petersen danke ich für seine Anregungen und die Anfertigung des Zweitgutachtens. Zudem danke ich Herrn Achim Bernhardt vom Ministerium der Finanzen Brandenburg für seine Unterstützung.

Auch allen ehemaligen Kollegen sowie externen Doktoranden des Lehrstuhls danke ich für die gute Zusammenarbeit und den intensiven wissenschaftlichen und außeruniversitären Austausch.

Ebenso gebührt Rita Gerstner mein besonderer Dank für ihre tatkräftige Unterstützung beim Korrekturlesen meiner Arbeit.

Mein größter Dank gilt an dieser Stelle meinen Eltern, Angela und Ulf-Peter Dimler, die mich in meiner Ausbildung vom Abitur, über das Studium bis hin zum Abschluss der Promotion immer vorbehaltlos unterstützt haben. Durch ihren steten Rückhalt haben sie mir die Basis für meine persönliche und berufliche Entwicklung ermöglicht.

Berlin, im April 2013

Nick Dimler

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	14
Tabellenverzeichnis	17
Abkürzungsverzeichnis	18
1 Versorgungsaufgaben der Bundesländer – eine einleitende Bestandsaufnahme.....	19
1.1 Problematik und Ziel der Arbeit	19
1.2 Aufbau der Arbeit.....	21
1.3 Datengrundlage der Untersuchungen	24
1.3.1 Offizielle Statistiken	24
1.3.2 Bisherige wissenschaftliche Studien	25
1.3.3 Eigene Umfrage.....	26
1.3.4 Datengrundlage für die Musterportfolios	27
1.4 Finanzsituation der Bundesländer.....	29
1.4.1 Exkurs: Zur Wirkung von öffentlicher Verschuldung.....	29
1.4.1.1 Keynesianische Sichtweise	29
1.4.1.2 Neoklassische Sichtweise	30
1.4.1.3 Ricardo-Äquivalenz-Theorem	31
1.4.1.4 Strategische Verschuldungspolitik.....	32
1.4.1.5 Ponzi-Spiele	33
1.4.2 Explizite Verschuldung	34
1.4.3 Implizite Verschuldung	38
1.5 Versorgungsausgaben der Bundesländer.....	44
1.5.1 Bisherige Versorgungsausgaben.....	44
1.5.2 Prognosen zur Entwicklung zukünftiger Versorgungsausgaben.....	48
1.6 Beamtenversorgung in Deutschland.....	51
1.6.1 Historischer Überblick zum Berufsbeamtentum	51
1.6.2 Die Beamtenversorgung im System der Alterssicherung.....	53
1.6.3 Finanzierung der Versorgungsleistungen für Beamte	59

2	Anlagepraxis in den Bundesländern.....	63
2.1	Rücklagevermögen der Bundesländer	63
2.1.1	Sondervermögen der bundesgesetzlichen Rücklage	64
2.1.2	Sondervermögen der freiwilligen Versorgungsrücklage.....	69
2.1.3	Gesamtvermögen der Länder.....	74
2.1.4	Deckungsgrad der Vorsorgevermögen.....	78
2.2	Organisation der Vermögensverwaltung.....	81
2.3	Ziele und Instrumente der Geldanlage.....	85
2.4	Asset-Allokation und erzielte Renditen.....	88
2.5	Bedeutung ausgewählter Anlagestrategien und -themen	95
2.6	Bewertung der Anlagepolitik der Länder.....	98
2.6.1	Ableitbare Anlagekonzepte öffentlicher Versorgungsrücklagen	98
2.6.2	Bewertung bestehender Anlagerichtlinien	102
2.7	Zwischenfazit.....	107
3	Theoretische Fundierungen für das institutionelle Portfoliomanagement.....	109
3.1	Portfoliotheoretische Grundlagen	109
3.1.1	Grundannahmen des klassischen Portfoliomodells	109
3.1.2	Rendite und Risiko von Portfolios	111
3.1.3	Der Zwei-Wertpapier-Fall als Basis für Portfoliobetrachtungen	114
3.1.4	Ermittlung effizienter Portfolios.....	122
3.1.4.1	Effizienzkurve ohne risikolosen Zins r_f	122
3.1.4.2	Bestimmung des optimalen Portfolios	125
3.1.4.3	Effizienzkurve mit risikolosem Zins.....	126
3.1.5	Schätzung benötigter Inputparameter.....	129
3.1.6	Behavioral-Finance-Forschung	131
3.2	Asset-Liability-Management für Pensionsfonds	137
3.3	Portfoliomanagement als Entscheidungsprozess.....	140
3.3.1	Der Prozess des Portfoliomanagements	140
3.3.2	Die Anlegeranalyse.....	141
3.3.3	Finanzanalyse	144
3.3.4	Vermögensverwaltungsanalyse	146
3.3.5	Portfoliorealisierung	150
3.3.6	Performanceanalyse.....	153
3.4	Zwischenfazit.....	155

4 Strukturierte Anlageinstrumente für ein institutionelles Asset Management	157
4.1 Überblick.....	157
4.2 Offene Investmentfonds.....	158
4.2.1 Publikumsfonds	161
4.2.2 Spezialfonds.....	163
4.3 Geschlossene Fonds.....	169
4.4 Exchange Traded Products (ETPs)	172
4.4.1 Exchange Traded Funds	172
4.4.2 Exchange Traded Commodities.....	174
4.4.3 Exchange Traded Notes.....	174
4.4.4 Eignung für die Kapitalanlage öffentlicher Sondervermögen.....	175
4.5 Zertifikate	176
4.6 Derivate	181
4.6.1 Optionen	183
4.6.2 Futures und Forwards	185
4.6.3 Swapgeschäfte	187
5 Identifikation möglicher Assetklassen und Anlagestrategien für öffentliche Pensionsfonds	193
5.1 Aktives versus passives Portfoliomanagement	193
5.2 Abgrenzungs- und Auswahlkriterien für Assetklassen	196
5.3 Strategien im Bondportfoliomanagement.....	199
5.3.1 Überblick	199
5.3.2 Aktive Strategien	201
5.3.2.1 Durationsstrategien	201
5.3.2.2 Sektorallokationsstrategien	202
5.3.2.3 Selektionsstrategien.....	203
5.3.2.4 Leverage Strategien.....	203
5.3.3 Passive Strategien	203
5.3.3.1 Buy and Hold	203
5.3.3.2 Indexierung	204
5.3.4 Hybridstrategien	206
5.3.4.1 Laufzeitstrategien.....	206
5.3.4.2 Cashflow Matching	209
5.3.4.3 Durations Matching.....	210
5.3.4.4 Horizont Matching	212

5.4 Ausgewählte Aktienstrategien.....	212
5.4.1 Grundlagen der Aktienanalyse	212
5.4.1.1 Fundamentalanalyse	212
5.4.1.2 Technische Analyse	214
5.4.1.3 Random-Walk-Hypothese.....	216
5.4.2 Aktive Anlagestrategien	217
5.4.2.1 Branchen- und Trendansatz	217
5.4.2.2 Value- versus Growth-Ansatz.....	220
5.4.2.3 Large Cap versus Small Cap.....	222
5.4.3 Umsetzung passiver Anlagestrategien.....	223
5.4.4 Wertsicherungsstrategien für Aktienanlagen	224
5.5 Alternative Assetklassen	229
5.5.1 Immobilien als Kapitalanlage	229
5.5.1.1 Grundlegende Eigenschaften	229
5.5.1.2 Geschlossene Immobilienfonds	232
5.5.1.3 Offene Immobilienfonds	233
5.5.1.4 Immobilien-Spezialfonds	235
5.5.1.5 Immobilienaktiengesellschaften/REITs	236
5.5.1.6 Immobilienderivate	238
5.5.2 Private Equity	241
5.5.3 Hedgefonds	248
5.5.4 Emerging Markets	252
5.5.5 Rohstoffe.....	254
5.5.6 Weitere Investmentmöglichkeiten.....	257
5.5.6.1 Nachhaltige Kapitalanlagen	257
5.5.6.2 Währungen	260
5.5.6.3 Volatilität als Anlageklasse.....	261
5.5.6.4 Infrastrukturinvestments	263
5.5.6.5 Inflationsgekoppelte Finanzprodukte.....	265
5.6 Zwischenfazit	266
6 Diversifizierte Anlagestrategien für öffentliche Versorgungsfonds.....	269
6.1 Konstruktion eines Zwei-Portfolio-Modells für die Kapitalanlage	
von öffentlichen Versorgungsrücklagen	269
6.1.1 Risikosteuerung über ein Zwei-Portfolio-Modell	269
6.1.2 Umsetzung des risikolosen Portfolios	271
6.1.3 Musterportfolios für die Umsetzung der Risikoposition	272

6.2 Backtesting des Zwei-Portfolio-Modells.....	274
6.2.1 Historische Rendite des risikolosen Portfolios.....	274
6.2.2 Historische Renditen der Musterrisikoportfolios	276
6.2.3 Ergebnisse für das Gesamtportfolio	282
6.3 Entwicklung von Zukunftsszenarien	283
6.3.1 Darstellungen der risikolosen Position.....	283
6.3.2 Schätzung zukünftiger Risikoprämien	284
6.3.3 Ergebnisse für die Gesamtvermögensanlage.....	285
7 Abschließende Betrachtung der Umsetzungsvoraussetzungen einer kapitalgedeckten Beamtenversorgung.....	291
7.1 Reformen der Beamtenversorgung	291
7.2 Problematik verschuldeter Landeshaushalte	293
7.3 Versorgungsrücklagen im kameralen Haushaltswesen	298
7.4 Fazit und Ausblick	304
Anlagenverzeichnis.....	311
Literaturverzeichnis	325

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Öffentliche Verschuldung nach Teilsektoren	35
Abbildung 2: Schulden der Bundesländer.....	36
Abbildung 3: Pro-Kopf-Verschuldung der Bundesländer.....	37
Abbildung 4: Schuldenstandsquote der einzelnen Bundesländer	38
Abbildung 5: Implizite Pro-Kopf-Verschuldung der Bundesländer	41
Abbildung 6: Implizite Schuldenquoten der Bundesländer	42
Abbildung 7: Versorgungsempfänger der Bundesländer	44
Abbildung 8: Versorgungsausgaben der Bundesländer	45
Abbildung 9: Ausgaben der Länder für Versorgungsleistungen.....	46
Abbildung 10: Ausgaben für Versorgungsleistungen	47
Abbildung 11: Entwicklung der jährlichen Gesamtversorgungsausgaben	49
Abbildung 12: Bifunktionalität der Beamtenversorgung.....	56
Abbildung 13: Vermögen der Bundesländer.....	63
Abbildung 14: Vermögensbestand der gesetzlichen Versorgungsrücklage.....	65
Abbildung 15: Beamte im Landesdienst.....	66
Abbildung 16: Volumen der bundesgesetzlichen Rücklage pro Beamten.....	67
Abbildung 17: Zu- und Abflüsse im Jahr 2010.....	68
Abbildung 18: Langfristig angestrebte Kapitaldeckung des freiwilligen Pensionsfonds	71
Abbildung 19: Volumen der freiwilligen Versorgungsrücklagen.....	72
Abbildung 20: Gelder im freiwilligen Pensionsfonds pro Beamten	73
Abbildung 21: Zuflüsse im Jahr 2010.....	74
Abbildung 22: Aufteilung des Gesamtvermögens der Länder.....	75
Abbildung 23: Gesamtvermögen der Länder	76
Abbildung 24: Gesamtvermögen pro Beamten.....	77
Abbildung 25: Deckungsgrad der schwebenden Pensionslasten und Versorgungslasten	80
Abbildung 26: Durchführung von Anlageausschusssitzungen	82
Abbildung 27: Betreuung der Geldanlage der bundesgesetzlichen Rücklage	83
Abbildung 28: Betreuung der Geldanlage des freiwilligen Pensionsfonds	84
Abbildung 29: Ziele der Geldanlage bei der bundesgesetzlichen Rücklage.....	85
Abbildung 30: Ziele der Geldanlage beim freiwilligen Pensionsfonds	86
Abbildung 31: Bedeutung von Anlageinstrumenten.....	87
Abbildung 32: Asset-Allokation öffentlicher Geldanlagen	88

Abbildung 33: Kapitalgewichtete Asset-Allokation öffentlicher Geldanlagen	89
Abbildung 34: Asset-Allokation öffentlicher Geldanlagen mit Aktienanteil	90
Abbildung 35: Kapitalgewichtete Asset-Allokation mit Aktienanteil	91
Abbildung 36: Mittelwerte der Renditen öffentlicher Geldanlagen	92
Abbildung 37: Mittelwerte der Renditen öffentlicher Geldanlagen	93
Abbildung 38: Kapitalgewichtete Mittelwerte der Renditen öffentlicher Geldanlagen	94
Abbildung 39: Bedeutung von Anlagestrategien/-themen	96
Abbildung 40: Bedeutung von Anlagestrategien/-themen bei freiwilligen Fonds	97
Abbildung 41: Risikoreduktion durch Diversifikation	113
Abbildung 42: Portfolioeffekt bei perfekt positiver Korrelation	114
Abbildung 43: Portfolioeffekt bei perfekt negativer Korrelation	115
Abbildung 44: Portfolioeffekt bei nicht perfekter Korrelation	115
Abbildung 45: Rendite und Risiko bei Portfolios aus zwei Anlagen	120
Abbildung 46: Markowitzsche Effizienz	122
Abbildung 47: Portfoliobildung unter Restriktionen	124
Abbildung 48: Grafische Bestimmung des optimalen Portfolios	125
Abbildung 49: Tobin-Separation	128
Abbildung 50: Portfoliomanagementprozess	140
Abbildung 51: Das magische Viereck der Kapitalanlage	142
Abbildung 52: 4P-Erfolgskriterien-Pyramide	148
Abbildung 53: Ebenen der Asset-Allokation	152
Abbildung 54: Möglichkeiten der indirekten Kapitalanlage	157
Abbildung 55: Investment-Dreieck	160
Abbildung 56: Das „Spezialfonds-Dreieck“	165
Abbildung 57: Aufbau eines Master-Fonds	166
Abbildung 58: Konstruktion eines geschlossenen Fonds	170
Abbildung 59: Gewinn- und Verlustprofil bei Kauf einer Option	184
Abbildung 60: Equity Swap	189
Abbildung 61: Aktives und passives Management	195
Abbildung 62: Assetklassen für institutionelle Investoren	198
Abbildung 63: Strategien für das Anleiheportfoliomanagement	201
Abbildung 64: Beispiel für eine Bullet-Strategie	207
Abbildung 65: Beispiel für eine Barbell-Strategie	208
Abbildung 66: Beispiel für eine Ladder-Strategie	209
Abbildung 67: Kondratieff-Zyklen und Aktienrenditen	219

Abbildung 68: Gliederung der Assetklasse Rohstoffe	254
Abbildung 69: ESG-Nachhaltigkeitskonzept	258
Abbildung 70: Umsetzung eines Zwei-Portfolio-Modells	269
Abbildung 71: Entwicklung der Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere.....	275
Abbildung 72: Langfristige Entwicklung der gewählten Assetklassen	277
Abbildung 73: Wertentwicklung der Musterportfolios.....	279
Abbildung 74: Zinseszins-Effekt im Worst-Case-Szenario	287
Abbildung 75: Zinseszins-Effekt im Best-Case-Szenario.....	288
Abbildung 76: Zinseszins-Effekt im Basisszenario	289

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Abgeleitete Anlagekonzepte	98
Tabelle 2: Anlageuniversum für die bundesgesetzliche Rücklage	104
Tabelle 3: Anlageuniversum für freiwillige Pensionsfonds.....	105
Tabelle 4: Portfoliovarianz.....	112
Tabelle 5: Neoklassische Finanzierungstheorie und Behavioral Finance im Vergleich.....	132
Tabelle 6: Kondratieff-Zyklen	218
Tabelle 7: Systematisierung von Wertsicherungskonzepten.....	226
Tabelle 8: Durchschnittliche jährliche US-Private-Equity-Renditen.....	242
Tabelle 9: Infrastruktur-Sektoren.....	264
Tabelle 10: Mögliche Asset-Allokation für das Risikoportfolio.....	274
Tabelle 11: Durchschnittliche Rendite-Risikokennziffern.....	277
Tabelle 12: Korrelationsmatrix für die ausgewählten Anlageklassen.....	278
Tabelle 13: Backtesting der Musterportfolios.....	280
Tabelle 14: Extremwerte der Musterportfolios im Beobachtungszeitraum	280
Tabelle 15: Backtesting der Musterportfolios bei monatlichem Rebalancing.....	281
Tabelle 16: Historische Renditen der Gesamtstrategie	282
Tabelle 17: Historische Risikoprämien.....	285
Tabelle 18: Abschätzung zukünftig realisierbarer Renditen	286
Tabelle 19: Eröffnungsbilanz des Landes Hessen	301

Abkürzungsverzeichnis

Asset-Liability-Management	-	ALM
Beamtenversorgungsgesetz	-	BeamtVG
Bruttoinlandsprodukt	-	BIP
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	-	BaFin
Bundesbeamtengesetz	-	BBG
Bundesverband Investment und Asset Management	-	BVI
Bundesverfassungsgericht	-	BVerfGE
Beamtenversorgungsgesetz	-	BVG
Critical Line Algorithm	-	CLA
Deutscher Aktienindex	-	DAX
Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management	-	DVFA
Emerging Markets	-	EM
Europäische Zentralbank	-	EZB
Exchange Traded Commodities	-	ETC
Exchange Traded Fund	-	ETF
Exchange Traded Note	-	ETN
Exchange Traded Products	-	ETP
Grundgesetz	-	GG
Investmentgesetz	-	InvG
Minimum-Varianz-Portfolio	-	MVP
Mittlere Restlaufzeit	-	MRLZ
Morgan Stanley Capital International	-	MSCI
Performance Presentation Standards	-	PPS
Kapitalanlagegesellschaft	-	KAG
Real Estate Investments Trust	-	REIT
Standard & Poor's 500	-	S&P 500

1 Versorgungsaufgaben der Bundesländer – eine einleitende Bestandsaufnahme

1.1 Problematik und Ziel der Arbeit

Pensionen und andere Versorgungsleistungen für Beamte werden in Deutschland traditionell durch die öffentlichen Haushalte der Gebietskörperschaften, also folglich aus Steuereinnahmen, finanziert. Die bis heute im öffentlichen Haushaltswesen vorherrschende Kameralistik, als rein zahlungsstromorientiertes Rechnungssystem, erfasst dabei jedoch nicht das Entstehen zukünftiger Zahlungsverpflichtungen. Dies hat dazu geführt, dass in den letzten Dekaden durch eine aktive Verbeamtungspolitik in vielen Bundesländern, ohne die Bildung von entsprechenden Versorgungsrücklagen, enorme ungedeckte Versorgungsverpflichtungen gegenüber Beamten entstanden sind. Das aus dieser Entwicklung resultierende Problem der ansteigenden Versorgungsausgaben ist keineswegs neu. Die ersten Zahlen zu den ungedeckten Pensionsverpflichtungen der öffentlichen Haushalte ermittelte Färber bereits im Jahr 1988 bzw. in einen umfassenden Bericht Färber (1992). Das Thema wurde dabei nicht nur in der Wissenschaft diskutiert, sondern auch in regelmäßigen Abständen immer wieder durch die Medien thematisiert. Trotzdem wurde und werden, sowohl in der aktuellen politischen Debatte, als auch in den Medien, vornehmlich die Struktur- und Finanzierungsprobleme der gesetzlichen Rentenversicherung, Pflege- oder Krankenversicherung thematisiert. Das Thema der Beamtenversorgung und der schwebenden Versorgungsverpflichtungen, die vornehmlich für die Haushalte der Bundesländer eine enorme zukünftige Belastung darstellen werden, fand bisher sowohl in der politischen Debatte, als auch in der breiten Öffentlichkeit kaum besonderen Anklang.

In den letzten Jahren sind auf der einen Seite eine Vielzahl von Reformen der Beamtenversorgung, die mit Leistungskürzungen verbunden waren, durchgeführt worden. Auf der anderen Seite haben der Bund und die Bundesländer damit begonnen Sondervermögen zu bilden, um die bevorstehenden Versorgungszahlungen zu decken bzw. zumindest die Belastungsspitzen abzumildern. Wie die hier vorliegende Dissertation zeigt, sind diese Maßnahmen bisher jedoch unzureichend. Von einer nachhaltigen Finanzierung der Beamtenversorgung kann erst gesprochen werden, wenn zum einen keine Lasten mehr auf zukünftige Generationen von Beamten oder Steuerzahlern verschoben werden und zum anderen die Leistung des Alterssicherungssystems für Beamte auch den nächsten Generationen

verlässlich und tragfähig garantiert werden kann.¹ Beide Bedingungen scheinen bis heute nicht erfüllt zu sein.

Von zentraler Bedeutung für den Aufbau einer nachhaltigen Beamtenversorgung ist die finanzielle Sicherung zukünftiger Versorgungsverpflichtungen. Der Fokus dieser Dissertation soll deshalb auf den Bemühungen der Länder, die Versorgungsverpflichtungen durch Bildung von Kapitalrücklagen in Form öffentlicher Sondervermögen zumindest abzumildern, liegen. Als ein wichtiges Resultat der Föderalismusreform I, sind die Bundesländer jeweils selbst für Fragen der Besoldung und Versorgung von Beamten im Landesdienst zuständig. Dies hat zur Folge, dass die einzelnen Länder sehr unterschiedliche Strategien für den Aufbau und die Vermögensanlage ihrer Rücklagen für Versorgungsverpflichtungen entwickelt haben. So haben elf der 16 Bundesländer, zusätzlich zu den seit 1998 gesetzlich vorgeschriebenen Versorgungsrücklagen, freiwillige Versorgungsfonds gebildet.

Die Sondervermögen, die die Bundesländer für ihre zukünftigen Versorgungsaufgaben gebildet haben, müssen im Rahmen eines Asset Managements verwaltet werden. Insbesondere die Entwicklung einer tragfähigen Anlagestrategie stellt die Länder dabei vor eine schwierige Aufgabe. Zum einen handelt es sich bei den Rücklagen um öffentliche Gelder, für ein besonders hohes Maß an Sorgfalt und Sicherheit bei der Kapitalanlage gewährleistet sein muss. Auf der anderen Seite sollen Renditen erwirtschaftet werden, die mindestens über den landeseigenen Finanzierungskosten liegen, um den Bestand des Rücklagevermögens zu rechtfertigen. Außerdem sollen die Kapitalanlagen Erträge zur Erfüllung der Versorgungsaufgaben liefern. Die meisten Länder setzen bisher in ihrer Anlagepraxis ausschließlich auf mündelsichere Investments und schließen Risikopositionen für ihr Anlageportfolio kategorisch aus. Vor allem im aktuellen Niedrigzinsumfeld, mit zum Teil negativen Realrenditen für risikolose Anlagen, sind die Ziele eines Versorgungsfonds mit einer Anlagestrategie, die allein auf die Vermeidung von Anlagerisiken setzt, jedoch nicht zu verwirklichen. Mit ihrem langfristigen Anlagehorizont müssen die öffentlichen Sondervermögen vielmehr einen tragfähigen Kompromiss aus angestrebter Rendite und zu akzeptierendem Investmentrisiko finden.

Ein erstes wichtiges Ziel dieser Arbeit ist es, eine umfassende Darstellung des Status Quo bei der Bildung von Versorgungsrücklagen und Vermögensanlage der Bundesländer zu liefern. Daran anschließend soll eine Bewertung der aktuellen Lage vorgenommen werden. Da es bisher keine zentrale Erfassung der bestehenden Sondervermögen der einzelnen Bundesländer in Deutschland gibt, wurde für die Darstellung der Anlagepolitik der öffentlichen Hand eine Umfrage in Form einer schriftlichen Befragung zur Anlagepraxis der öffentlichen Sondervermögen

¹ Vgl. Färber/Funke/Walther (2011), S. 11.

durchgeführt. Befragt wurden dabei die für die Kapitalanlage verantwortlichen Asset-Manager in den Finanzministerien der 16 Bundesländer. Neben den Daten zum Vermögensstand der Sondervermögen wurden dabei auch verschiedenste Informationen zum Management der Vermögensanlagen abgefragt.

Mit ihren Sondervermögen agieren die Bundesländer als institutionelle Investoren am Kapitalmarkt. Das zweite Ziel der hier vorliegenden Arbeit besteht deshalb darin, aufbauend auf den Umfrageergebnissen und einer Analyse der aktuellen Situation im Bereich der Vermögensanlage der öffentlichen Hand, bestehende Defizite aufzuzeigen und theoretisch fundierten Verbesserungsoptionen zu diskutieren. Zur Erzielung von langfristigen Risikoprämien, die die Ertragssituation der öffentlichen Sondervermögen verbessern können, stehen kapitalmarktorientierte Anlagestrategien im Vordergrund. Durch eine Analyse von Assetklassen und strukturierten Anlageprodukten wird herausgearbeitet, welche Anlagemöglichkeiten für die institutionelle Vermögensanlage grundsätzlich zur Verfügung stehen und welche geeignet für die öffentliche Hand erscheinen. Anhand eines Modells für eine diversifizierte Vermögensanlage mit verschiedenen Musterportfolios soll aufgezeigt werden, welche Renditen für unterschiedliche Risikotoleranzen langfristig realistisch erscheinen. Intention ist es, durch diese Darstellungen einen Diskurs über die Akzeptanz von Risikoquellen und deren Bedeutung für langfristige Anlagestrategien auf Seiten der öffentlichen Hand anzustoßen.

1.2 Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Dissertationsschrift gliedert sich in sieben Hauptkapitel. In der Einleitung wird eine Bestandsaufnahme zu den Versorgungsaufgaben der deutschen Bundesländer gegenüber ihren Beamten und die sich daraus ergebende Finanzierungsproblematik gemacht. Zunächst wird hierzu die Finanzsituation der Länder anhand der expliziten und impliziten Verschuldung dargestellt. Dann werden die bisherigen sowie zukünftig zu erwartenden Versorgungsausgaben in ihrer Summe und Struktur betrachtet. Als Begründung für die bestehenden hohen Versorgungslasten der Bundesländer werden zudem das in Deutschland vorherrschende System der Beamtenversorgung und vor allem die Finanzierungspraxis der Versorgungsleistungen näher analysiert.

Um die Status Quo Betrachtung zu den Versorgungsaufgaben der Bundesländer zu vervollständigen und an vorhandene Studien anzuknüpfen, wurde eine schriftliche Befragung unter allen 16, für die Kapitalanlage der Versorgungsrücklagen ihres Landes verantwortlichen, Anlagemanagern durchgeführt. Auf Grundlage der sich daraus ergebenden empirischen Daten, wird im zweiten Kapitel die Anlagepraxis der öffentlichen Hand analysiert. Zunächst wird dabei untersucht, wie hoch die