



Der
Rechnungshof

Unabhängig. Objektiv. Wirksam.

Dampfschiffstraße 2
A-1033 Wien
Postfach 240

Tel. +43 (1) 711 71 - 0
Fax +43 (1) 712 94 25
office@rechnungshof.gv.at

RECHNUNGSHOFBERICHT REIHE NIEDERÖSTERREICH 2010/5

Vorlage vom 30. Juni 2010

VERANLAGUNGSMANAGEMENT DES LANDES NIEDERÖSTERREICH HINSICHTLICH DER ERLÖSE AUS DER VERWERTUNG DER WOHNBAUFÖRDERUNGSDARLEHEN UND DEM VERKAUF DER BETEILIGUNGEN

Die Performance der veranlagten Gelder unterschritt bis Ende 2008 das langfristige Ergebnisziel des Landes um knapp eine Mrd. EUR. Der Veranlagungsgesellschaft gelang es nicht, die vertraglich vereinbarten Mindestauszahlungen im Zeitraum 2002 bis 2008 rein aus den erwirtschafteten Erträgen zu leisten. Rund 44 % (375,06 Mill. EUR) der Auszahlungen an das Land in Höhe von 862,07 Mill. EUR erfolgten aus der Substanz der Fonds. Der Nettovermögenswert der Fonds zum Ende 2008 zuzüglich sämtlicher Auszahlungen an das Land wies im Vergleich zum Anfangsbestand einen positiven Saldo von 66,71 Mill. EUR auf.

Die Veranlagungsrenditen der Fonds lagen mit einer Ausnahme deutlich unter den Renditen laufzeitgleicher Veranlagungen von österreichischen Pensionskassen; die erzielten Renditen unterschritten die Performance-Benchmark um bis zu 2,46 Prozentpunkte.

Der Anteil von 38 % an Alternativen Investments im Veranlagungsportfolio war als hoch einzustufen und veränderte die Risikostruktur der Veranlagungen des Landes. Ende 2008 befanden sich schwer bewertbare und wenig liquide Produkte in Höhe von 793,57 Mill. EUR im Veranlagungsportfolio, die ein erhöhtes Verlustrisiko in sich trugen.

Prüfungsziel

Mit einstimmigen Beschluss des Niederösterreichischen Landtages vom 2. Oktober 2008 wurde der RH gem. Art. 127 Abs. 7 B-VG ersucht, das Veranlagungsmanagement der Erlöse aus der Verwertung der Wohnbauförderungsdarlehen und dem Verkauf der Beteiligungen des Landes an die NÖ Landes-Beteiligungsholding GmbH zu überprüfen. (TZ 1)

Ziel der Überprüfung war die Beurteilung der Organisation des Veranlagungsmanagements sowie der Strategie, der Performance und des Risikogehalts der Veranlagungen des Landes. Weiters sollte die Umsetzung der Empfehlungen des RH aus den zwei Vorberichten Reihe Niederösterreich 2006/2 und Reihe Niederösterreich 2008/8 beurteilt werden. (TZ 1)

Zielvorgaben des Niederösterreichischen Landtages Der Niederösterreichische Landtag regelte — auf der Grundlage von beschlossenen Antragsvorlagen der Landesregierung — in drei Beschlüssen die Verwertung von Wohnbauförderungsdarlehen (1. und 2. Tranche) und den Verkauf von Beteiligungen des Landes Niederösterreich. Die Verwertungs- und Verkaufserlöse des Landes flossen der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG (Vermögensverwaltung OG) im Wege der Zeichnung obligationenähnlicher Genussrechte zu. Diese veranlagte die Mittel in Spezialinvestmentfonds (NÖ I bis IV) im Rahmen eines aktiv verwalteten Portfolios. Entscheidungen über einen möglichen alternativen Einsatz der erzielten Erlöse bspw. hinsichtlich der teilweisen Tilgung der Finanzschulden waren in den Entscheidungsgrundlagen der Landesregierung und des Landtages nicht dokumentiert. (TZ 3, 10)

Die Landtagsbeschlüsse verfolgten das Hauptziel, einen wirtschaftlichen Zusatznutzen für das Land zu erzielen, wobei un- bzw. niedrig verzinstes Vermögen in höher verzinstes Vermögen umgewandelt werden sollte. (TZ 4)

Gegenüber den ursprünglichen Darlehensrückflüssen werden sich positive Einnahmeneffekte für das Land erst dann ergeben, wenn die erzielten Nettorenditen über dem bei der Ermittlung des Barwerts im Verwertungsprozess angewandten Abzinsungssatz von 4,7 % bzw. 4,6 % liegen. Erst ab diesen Nettorenditen erwachsen dem Land wirtschaftliche Vorteile aus der Transaktion. (TZ 6)

Strategische Vorgaben

Während für den Fonds NÖ I noch keine konkrete Zielrendite bestand, sollte mit langfristig angelegten Veranlagungen der Fonds NÖ II bis IV eine Zielrendite von rd. 4,7 % bzw. rd. 5 % erwirtschaftet werden. Laut den im Dezember 2004 beschlossenen Veranlagungszielen sollte langfristig eine Rendite von rd. 5 % erreicht werden, wobei mittelfristig (fünf Jahre) unter Hinzurechnung der Ausschüttung ein Kapitalerhalt anzustreben war. (TZ 4)

Das Land überließ die Entwicklung der Veranlagungsstrategie überwiegend einem internationalen Investmentberater. Bei der Anlagestrategie dominierte das Prinzip der Ertragsmaximierung; die Risikopotenziale der zur Erreichung der Zielrenditen gewählten Veranlagungen wurden zu wenig beachtet. (TZ 4, 10)

Fundamentale Grundlagen einer Anlagestrategie wurden durch die fehlende Festlegung des Anlageziels, des Anlagehorizonts, der zulässigen Assetklassen und der Risikotoleranz nicht ausreichend erfüllt. (TZ 4)

Die Landesregierung bzw. das für Finanzangelegenheiten ressortzuständige Regierungsmitglied nahmen die ihnen im Rahmen der Verwaltungsbefugnis für das Landesvermögen zugewiesenen Kompetenzen für Präzisierungen der strategischen Vorgaben nicht aktiv in Anspruch. (TZ 5)

Asset Management

Der gewählte Multi-Manager-Ansatz unter Heranziehen eines externen Beraters war grundsätzlich als professionell einzustufen und half, durch Risikostreuung eine Risikokonzentration aufgrund von Fehlleistungen einzelner Manager zu vermeiden. (TZ 17)

Die für das gesamte Veranlagungsmanagement verantwortliche Land Niederösterreich Finanz- und Beteiligungsmanagement GmbH (FIBEG) reduzierte die Anzahl der Anfang 2008 tätigen Asset Manager bis Juni 2009 von 46 auf elf. Ende 2008 verwaltete ein einziger Manager rund zwei Drittel der investierten Fonds, was zu einer übermäßigen Konzentration von Mandaten führte. (TZ 17, 25)

Ein Fonds aus dem Veranlagungsportfolio der Vermögensverwaltung OG verrechnete zu hohe Management Fees und refundierte die zu viel verrechneten Beträge in Höhe von 1,15 Mill. EUR außerhalb des Rechnungskreises der Vermögensverwaltung OG an die FIBEG-Tochtergesellschaft HYPO Capital Management AG. Diese Vorgangsweise stellte eine Abweichung von branchenweiten Good-Governance-Standards dar. Letztlich wurden dadurch einerseits Intransparenzen geschaffen und andererseits die

Performance der jeweiligen Fonds bei der Vermögensverwaltung OG zu Unrecht verringert. (TZ 18)

Die im Zusammenhang mit der laufenden Beratung im Bereich des Asset Managements beauftragten Anwaltsleistungen wurden ohne Einhaltung von Wettbewerbskriterien vergeben. (TZ 19)

Asset-Mix

Mit dem ursprünglich gewählten Asset-Mix von 60 % Anleihen und 40 % Aktien nahm das Land Niederösterreich eine Volatilität von 8,1 % in Kauf. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % gerechnet bedeutete das, dass damit statistisch gesehen ein maximaler Verlust von 15,8 % des veranlagten Vermögens eintreten kann, ohne damit eine Aussage über seine allfällige Realisierung zu treffen. Ein Hinweis auf dieses Risikopotenzial fehlte in den Grundsatzbeschlüssen sowohl der Landesregierung als auch des Landtages. (TZ 20)

Mit der ab Mitte 2003 geänderten Strategie des sukzessiven Erwerbs von Alternativen Investments veränderte sich systematisch auch die gesamte Risikostruktur der Veranlagungen. Damit entfernte sich die FIBEG weit von der ursprünglichen Veranlagungsstrategie, ohne jedoch die Entscheidungsorgane des Landes davon in Kenntnis zu setzen. (TZ 21, 22)

Alternative Investments

Die von der Vermögensverwaltung OG erworbenen Alternativen Investments wurden großteils unter der Assetklasse Anleihen und nicht als eigene Assetklasse geführt. Aufgrund ihrer speziellen Eigenschaften können sich solche Alternativen Investments insbesondere in Krisenzeiten deutlich vom Verhalten von Anleihen bzw. Aktien unterscheiden und überdies oftmals nur noch schwer handelbar bzw. unverkäuflich sein. (TZ 21)

Der im September 2005 vom Aufsichtsrat der FIBEG genehmigte und Ende 2006 bereits erreichte Anteil von 38 % an Alternativen Investments war für ein Veranlagungsportfolio der öffentlichen Hand als hoch einzustufen. Kritisch war dabei besonders die Tatsache zu werten, dass mit Hedgefonds und strukturierten Produkten teilweise Instrumente zum Kauf standen, die als Finanzinnovationen noch nicht lang genug am Markt waren und deren Verhalten im Krisenfall somit noch nicht ausreichend bekannt war. (TZ 22)

Das Risiko aus den bei der Vermögensverwaltung OG verbliebenen, schwer bewertbaren und wenig liquiden Alternativen Investments von 793,57 Mill. EUR mit Ende 2008 wird stark von der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung abhängen. Sollte sich die weltweite wirtschaftliche Entwicklung im Laufe des Jahres 2010 wieder langsam

verbessern, würde nach Angaben der FIBEG ein Stress-Szenario mit einem maximal möglichen, zusätzlichen Verlust von rd. 40 Mill. EUR gelten. Bei ungünstigeren, wirtschaftlichen Rahmenbedingungen könnten sich die maximal zu erwartenden Verluste jedoch deutlich erhöhen. (TZ 24)

Maßnahmen in Krisensituationen

Die FIBEG verfügte über keinen Notfallplan zur schnellen Reaktion auf gefährliche Marktentwicklungen, obwohl sich die Finanzkrise ab Mitte 2007 beständig ausweitete. (TZ 20)

Vom Ausbruch der akuten weltweiten Liquiditätskrise am 15. September 2008 (Konkurs von Lehman Brothers) bis zum Ergreifen erster Maßnahmen am 24. September 2008 verging mehr als eine Woche. Die Reaktionszeit der FIBEG war bis zur Absicherung von Aktien über Leerverkäufe von Aktien oder Indices mit rund drei Wochen nochmals deutlich länger. Einzelne Verkaufsaufträge konnten sogar erst Mitte Dezember 2008 abgegeben werden. Nimmt man – unter Berücksichtigung der von den Verkäufen betroffenen Veranlagungsinstrumente – als untere Bandbreite des Verlustspektrums 5 % an durchschnittlichen Kursverlusten über den gesamten Reaktionszeitraum der FIBEG an, so ergab sich durch die verspätete Reaktion ein wirtschaftlicher Nachteil von rd. 50 Mill. EUR. (TZ 23)

Genussrechte

Die Vermögensverwaltung OG veranlagte das aus der Zeichnung der Genussrechte aufgebrauchte Kapital in Höhe von 4.387,30 Mill. EUR in elf inländische, ausschüttende Spezialinvestmentfonds sowie in sonstiges Kapitalvermögen. (TZ 13)

Die Genussrechte gewährten dem Land das Recht auf Anteile am laufenden Gewinn des jeweils zugeordneten Spezialfonds, vermindert um einen Verwaltungskostenanteil. Dem Land stand überdies für jedes Geschäftsjahr eine Mindestauszahlung auf das von ihm eingebrachte Nominale zu. Die rechtliche Konstruktion der Veranlagungen bewirkte, dass die Erträge für das Landesbudget trotz Schwankungen der Ertragsituation in einzelnen Fonds bzw. auch bei ungünstiger Entwicklung der Performance der Veranlagungen gesichert waren. Allerdings führten Vorgriffe auf zukünftige Erträge bzw. Ausschüttungen aus der Substanz der Fonds zu einem Absinken des Fondsvermögens. Als Folge davon könnten eingetretene Wertverluste nur durch ertrags- und damit risikoreichere Veranlagungen des verringerten Vermögens aufgeholt werden. (TZ 13)

Veranlagungsergebnisse

Die Auszahlungen an das Land im Zeitraum 2002 bis 2008 (862,07 Mill. EUR) übertrafen die Gesamterträge der Fonds NÖ I bis IV (487,01 Mill. EUR) um 375,06 Mill. EUR. Dies

war vor allem auf die hohen Überhänge bei den Auszahlungen in den Jahren 2002 bis 2004 und 2008 zurückzuführen. Die Auszahlungen erfolgten daher zu 43,5 % aus der Substanz und nicht aufgrund ausreichend erwirtschafteter Fondserträge. Die Auszahlungen an das Land überstiegen auch die vertraglich geregelten Mindestauszahlungen (802,67 Mill. EUR), und zwar um 59,40 Mill. EUR. (TZ 14)

Der Nettovermögenswert der Fonds zum Ende 2008 zuzüglich sämtlicher Auszahlungen an das Land wies im Vergleich zum Anfangsbestand der Fonds einen positiven Saldo von 66,71 Mill. EUR auf. (TZ 15)

Eine Gegenüberstellung des sich aus der Mindestverzinsung lt. den Genussrechten ergebenden Soll-Kapitalstandes zum tatsächlich erreichten Kapitalstand (inkl. der Auszahlungen) zum Ende 2008 ergab einen Fehlbetrag von 996,79 Mill. EUR. (TZ 15)

Performance

Während die durchschnittliche Performance der Fonds NÖ I (0,9 %) und II (1,51 %) positiv war, wiesen die Fonds NÖ III (- 1,28 %) und IV (- 5,35 %) über den jeweiligen Zeitraum gerechnet (siehe dazu Tabelle 5) eine negative Rendite auf. (TZ 16)

Die Veranlagungsrenditen der einzelnen NÖ-Fonds lagen mit einer Ausnahme deutlich unter den Renditen laufzeitgleicher Veranlagungen von überbetrieblichen Pensionskassen und betrieblichen Pensionskassen in Österreich. Die erzielten Renditen unterschritten die Performance-Benchmark um zwischen 0,96 Prozentpunkte und 2,46 Prozentpunkte. (TZ 16)

Die angestrebte langfristige Zielrendite von 5 % p.a. verfehlten alle vier NÖ-Fonds deutlich. Zudem konnten die Fonds NÖ III und IV zum Ende 2008 selbst unter Hinzurechnung der Ausschüttungen das Ziel des Kapitalerhalts nicht erreichen. (TZ 16)

Veranlagungsbestimmungen 2009

Der Niederösterreichische Landtag beschloss im Juli 2009 Veranlagungsbestimmungen und Veranlagungsgrundsätze für das der Vermögensverwaltung OG übertragene Vermögen. Allerdings fehlten wichtige Aspekte eines effizienten Veranlagungsmanagements bzw. waren einige Limits zu großzügig bemessen. Auch mangelte es weiterhin an klaren Regelungen für die Risikobegrenzung in Form von Limits. (TZ 7)

Laut den von der Arbeitsgruppe „Finanzmanagement des Bundes“ veröffentlichten Leitlinien zu Veranlagungsgeschäften hat die Risikominimierung prioritär vor allfälligen Ertragszielen zu stehen. Weiters sollten insbesondere keine Geschäfte abgeschlossen werden, die allgemein anerkannten ethischen Kriterien widersprechen. (TZ 9)

Berichtswesen

Bis Mitte 2009 war grundsätzlich keine standardisierte und institutionalisierte Berichterstattung der FIBEG an die Landesregierung und an den Landtag vorgesehen. Vielmehr dominierten informelle Informationswege. Dadurch war auch die bei Fehlentwicklungen der Performance, bei dramatisch veränderten Kapitalmarktbedingungen und bei schlagend gewordenen Risiken erforderliche politische Willensbildung zur allfälligen Korrektur von Zielvorgaben erschwert. (TZ 12)

Die erwähnten neuen Veranlagungsgrundsätze sahen eine wesentlich intensivere Berichtstätigkeit der Landesregierung an den Landtag vor. Diese Vorgabe stand auch mit den Vorstellungen der Europäischen Kommission hinsichtlich der Erhöhung der Transparenz und der Erweiterung der Offenlegungspflichten bei Veranlagungen von staatlichen Finanzmitteln in Staatsfonds in Einklang. (TZ 7, 8)

Organisation

Die gesellschaftsrechtlichen Entwicklungen seit 2002 waren davon geprägt, viele operative Veranlagungsgeschäfte im Einflussbereich des Landes Niederösterreich bzw. der FIBEG anzusiedeln. Zu diesem Zweck wurden u.a. Gesellschaften und Stiftungen nach irischem Recht sowie nach dem Recht der Cayman Islands gegründet. Dadurch wurde die Organisationsstruktur zunehmend komplexer. Durch personelle und organisatorische Verflechtungen und sonstige Abhängigkeiten war eine klare Gewaltentrennung zwischen dem Management und der Durchführung der Veranlagungsgeschäfte nicht mehr durchgängig gegeben; dies widersprach den „Good Governance“-Vorstellungen. (TZ 26)

Umsetzung von Empfehlungen

Von fünf Empfehlungen des RH aus den beiden Vorberichten zum Veranlagungsmanagement wurden vier weitgehend und eine Empfehlung nicht umgesetzt. (TZ 27)

Zusammenfassend hob der RH die nachfolgenden Empfehlungen hervor:

- (1) Ein Notfallplan zur schnellen Reaktion auf gefährliche Marktentwicklungen sollte unverzüglich entwickelt werden. Darin wäre vorzusehen, dass bei Bedarf unverzüglich taktische Maßnahmen zur Verlustbegrenzung eingeleitet werden können. (TZ 20, 23)*
- (2) Die ohne Rücksicht auf einen Kapitalerhalt getroffenen Regelungen über die Mindestauszahlung lt. den Genussrechten sollten neu gestaltet werden, um den ursprünglichen mit den Darlehensverwertungen und den Beteiligungsverkäufen verfolgten Zweck sicherzustellen. (TZ 13)*
- (3) Um eingegangene Risiken klar auszuweisen und unkontrollierte Risiken auszuschließen, sollte eine eigene Assetklasse Alternative Investments eingeführt und auch in der Berichterstattung an Beirat und Aufsichtsrat entsprechend dargestellt werden. (TZ 21)*
- (4) Das in der Assetklasse Alternative Investments maximal zulässige Investmentvolumen sollte in Bezug auf den Aktienanteil oder als absolute Größe definiert werden. (TZ 21)*
- (5) Bei neueren Finanzinnovationen wäre deren Anteil innerhalb der Assetklasse Alternative Investments deutlich zu begrenzen. (TZ 22)*
- (6) Im Zusammenhang mit dem Notfallplan wäre ein Asset Allocation-Komitee mit einem genau definierten Kompetenzbereich einzurichten. (TZ 23)*
- (7) Die Zielvorgaben für Veranlagungen sollten regelmäßig überprüft und an veränderte Rahmenbedingungen angepasst sowie realistische marktkonforme Performanceziele und Risikolimits vorgegeben werden. (TZ 4)*
- (8) Die Veranlagungsbestimmungen wären zu überarbeiten, wobei insbesondere der Stabilität der Anlage, der Werterhaltung des Vermögens und der Risikominimierung höhere Bedeutung einzuräumen wäre. Zu diesem Zweck wäre ein Benchmark-Portfolio als Basis für das Veranlagungsmanagement mit Festlegung von Limits zu definieren. (TZ 7)*
- (9) In den Veranlagungsbestimmungen wäre auch auf die von der Europäischen Kommission in ihrer Mitteilung geforderten Kriterien über eine korrekte Fondsverwaltung und über die Transparenz des Anlageverhaltens sowie auf die von der Arbeitsgruppe „Finanzmanagement des Bundes“ veröffentlichten Leitlinien Bezug zu nehmen. (TZ 8, 9)*

- (10) *Das Reporting-Prinzip in Form einer erweiterten Berichterstattung an die Landesregierung bis hin zum Landtag wäre umzusetzen, wobei in den Berichten sowohl die internen Entscheidungsprozesse als auch die Performance der Veranlagungen darzustellen wären. (TZ 12)*
- (11) *Bei Veranlagungen sollten keine vermeidbaren Risiken insbesondere zur Erzielung zusätzlicher Erträge eingegangen werden, wobei aus wirtschaftlichen Gesichtspunkten insbesondere auf die Optimierung der Risiko-Ertragsverhältnisse zu achten wäre. (TZ 9)*
- (12) *Im Falle der Fortführung der Veranlagungen wäre die Verwaltung der Gelder auf Basis der beschlossenen Veranlagungsbestimmungen des Landes unter konsequenter Weiterverfolgung des ursprünglichen Multi-Manager-Ansatzes in geregelter Form fortzusetzen. (TZ 25)*
- (13) *Eine übermäßige Konzentration von Mandaten bei einem einzigen Manager wäre im Sinne einer größtmöglichen Diversifizierung zu vermeiden. (TZ 25)*
- (14) *Die Kosten der Vermögensverwaltung wären kritisch zu überwachen und gegebenenfalls durch die Begrenzung der Anzahl der Manager sowie durch die Vergabe passiver Mandate im Falle sehr effizienter Märkte zu minimieren. (TZ 17)*
- (15) *Den einzelnen Fonds wären in Hinkunft nicht mehr als die tatsächlichen Management Fees in Rechnung zu stellen. (TZ 18)*
- (16) *Anwaltsleistungen wären unter Wettbewerbsgesichtspunkten zu vergeben. (TZ 19)*