Kapitalgedeckt finanzierte Pflegekosten

Machbarkeitsstudie

Gutachten

Bundesministerium für Gesundheit
Friedrichstraße 108
10117 Berlin

Ansprechpartner:
Dr. Jochen Pimpertz
Institut der deutschen Wirtschaft

Köln, 28.9.2020

Kontaktdaten Ansprechpartner

Dr. Jochen Pimpertz
Kompetenzfeldleiter
„Öffentliche Finanzen, Soziale Sicherung, Verteilung“
+49 (0) 4981-760
pimpertz@iwkoeln.de

Institut der deutschen Wirtschaft
Postfach 10 19 42
50459 Köln

Kapitalgedeckt finanzierte Pflegekosten

An dem Gutachten und dem Anhang Modellrechnungen zu der Machbarkeitsstudie „Kapitalgedeckt finanzierte Pflegekosen“ im Auftrag des Bundesministeriums für Gesundheit haben folgende Autoren (in alphabetischer Reihenfolge) mitgewirkt:

Prof. Dr. Dr. h.c. Lars Feld (Walter-Eucken-Institut)
Prof. Dr. Marcel Fratzscher (DIW Berlin)
Prof. Dr. Dr. h. c. Clemens Fuest (ifo-Institut)
Prof. Dr. Michael Hüther (IW)

sowie aus den jeweiligen Instituten (in alphabetischer Reihenfolge):

Yannick Bury, Dr. Daniel Nientiedt (beide Walter Eucken Institut), Hermann Buslei, Dr. Johannes Geyer, Prof. Dr. Peter Haan, Dr. Anna Hammerschmid, Mia Teschner (alle DIW Berlin), Florian Dorn, Prof. Dr. Volker Meier (beide ifo Institut), Dr. Hubertus Bardt, Dr. Markus Demary, Dr. Susanna Kochskämper, Dr. Adriana Neligan und Dr. Jochen Pimpertz (alle IW).

Das Untergutachten „Finanzverfassungsrechtliche Rahmenbedingungen und legistische Optionen“ von Prof. Dr. Ekkehart Reimer (Universität Heidelberg, Institut für Finanz- und Steuerrecht) ist integraler Bestandteil der Machbarkeitsstudie.

Berlin/Freiburg/Heidelberg/Köln/München, 28. September 2020

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung **4**

1 Problemstellung und Untersuchungsauftrag **5**

2 Mehrfinanzierungsbedarf, Kreditaufnahme und Fondsvermögen **6**

2.1 Modellrechnungen zu den Mehrfinanzierungsbedarfen ab 2041 6

2.2 Notwendiges Fondsvermögen, Startkapital und Tilgungsvarianten 10

2.2.1 Vorüberlegungen zur Berechnung des benötigten Fondsvermögens im Jahr 2041 10

2.2.2 Berechnung des Startkapitals und der jährlichen Einzahlungen 11

3 Ökonomische Rahmenbedingungen **17**

3.1 Private Teilhabe 17

3.2 Zeithorizont 20

3.3 Pflegevorsorgefonds 22

4 Diskussion des Investitionsportfolios aus ökonomischer Perspektive **23**

4.1 Ethische und globale Rendite 24

4.2 Risikostruktur des Portfolios 28

5 Rechtliche Aspekte eines Fonds zur kapitalgedeckten Finanzierung von Pflegekosten **30**

5.1 Unabhängigkeit 30

5.2 Governance 31

5.3 Schuldenbremse 32

5.4 Haushaltsrechtliche Fragen und Gerichtsbarkeit 33

5.5 Ausfallgarantie 33

5.6 Steuer- und wettbewerbsrechtliche Fragen 34

6 Zusammenfassende Empfehlungen **35**

Literatur **39**

Anhang 1 Beitragssatzentwicklung und Mehrfinanzierungsbedarfe 45

Anhang 2 Kreditbestand/Fondsvermögen 46

Tabellenverzeichnis **47**

Abbildungsverzeichnis **47**

Zusammenfassung

Demografie bedingt steigende Mehrfinanzierungsbedarfe in der Sozialen Pflegeversicherung (SPV), die aus einem ab dem Jahr 2040 konstanten Beitragssatz erwachsen, könnten dauerhaft aus den Überschüssen eines Fonds kapitalgedeckt finanziert werden – eine langfristig positive Rendite-Zins-Differenz vorausgesetzt. Der Kapitalaufbau erfolgt über die Ausgabe von Bundesanleihen, die nach 20 Jahren einmalig oder ratierlich, aber vollständig zurückgezahlt werden. Beihilferechtliche Fragen sprechen gegen eine private Teilhabe, von einer Integration des etablierten Pflegevorsorgefonds ist ebenfalls abzuraten. Für die Anlagestrategie des Fonds wäre eine Struktur ähnlich dem norwegischen Staatsfonds möglich, allerdings bevorzugt als passive Anlage, die gegebenenfalls ethischen Vorgaben Rechnung tragen kann. Die Fondsverwaltung sollte unabhängig sein und ihre Körperschaftsform mit Blick auf die Bestimmungen zur Schuldenbremse rechtssicher organisiert werden. Unabhängig davon steht das Vorhaben unter dem Vorbehalt einer beihilferechtlichen Prüfung.

1 Problemstellung und Untersuchungsauftrag

Das individuelle Pflegefallrisiko steigt altersabhängig. Das Gros der pflegebedingten Aufwendungen tritt überwiegend in der letzten Lebensphase auf und damit für die meisten Pflegebedürftigen im hochbetagten Alter. Die Soziale Pflegeversicherung (SPV) weist deshalb für die hohen Altersklassen stark steigende Durchschnittsausgaben aus. In einer alternden Bevölkerung werden diese Altersklassen mit überdurchschnittlich hohen Ausgaben künftig häufiger besetzt. Das führt selbst bei unveränderten Leistungsversprechen zu insgesamt steigenden Finanzierungslasten.

Gleichzeitig steigt der Anteil der Versicherten im Ruhestandsalter, die gegenüber erwerbstätigen Mitgliedern im Durchschnitt niedrigere beitragspflichtige Einkommen aufweisen. Nicht zuletzt deshalb ist damit zu rechnen, dass das Wachstum der durchschnittlichen beitragspflichtigen Einkommen nicht mit dem Wachstum der Ausgaben Schritt halten wird. In der Folge entsteht in der umlagefinanzierten SPV bei gegebenem Beitragsrecht ein starker Anpassungsdruck auf den Beitragssatz. Damit stellt sich die Frage nach der Finanzierung zusätzlicher, demografisch bedingter Mehrfinanzierungsbedarfe.

Denkbar wäre, dazu das Beitragsrecht zu variieren – die Beitragspflicht kann zum Beispiel auf weitere Einkommensbestandteile ausgeweitet werden. Eine daraus resultierende, veränderte Lastverteilung im Querschnitt der Beitragszahler verhindert jedoch nicht, dass Demografie bedingt die durchschnittliche Beitragslast im Zeitverlauf steigt. Alternativ könnten die Mehrbedarfe über einen steuerfinanzierten Zuschuss gedeckt werden. Auch dieser Ansatz wirft Fragen auf, weil dies bei gegebenen Haushaltsmitteln eine De-Priorisierung anderer Staatsausgaben voraussetzen und/oder steuerpolitische Maßnahmen erfordern würde, um zusätzliche Einnahmen für den Bund zu generieren. Schließlich ließe sich die Lücke über eine ergänzende kapitalgedeckte Finanzierung von Pflegekosten zumindest teilweise schließen.

In der Vergangenheit wurden zu der Ausgestaltung einer solchen „zweiten Säule“ in der SPV wiederholt unterschiedliche Vorschläge unterbreitet (u. a. BMGS, 2003, 185 ff.; Sachverständigenrat, 2005, Ziffer 550 ff.; Gaßner/Schottky, 2006; Häcker/Raffelhüschen, 2008; Wille/Igel, 2008; Rothgang, 2009; Sachverständigenrat 2009, Ziffer 317). Gemeinsam ist diesen Vorschlägen, dass sich zwingend eine (temporäre) Mehrbelastung der älteren Generation oder der heutigen Generation der Beitragszahler[1] ergibt, da bei unveränderten Leistungsansprüchen zusätzlich ein Kapitalstock aufgebaut werden muss.

In dieser Machbarkeitsstudie wird ein alternatives Modell zum Aufbau eines Kapitalstocks und dessen Umsetzung diskutiert: Die Grundidee basiert auf einem Staatsfonds für die SPV und geht zurück auf das Modell des von *Fuest et al.* (2019a) entwickelten „Bürgerfonds“, wird jedoch für die SPV modifiziert. Gemeinsam ist den Modellen, dass über die Ausgabe von Bundesanleihen der Aufbau eines Kapitalstocks finanziert wird, dessen Anlage nach Abzug der Zinszahlungen zu Überschüssen führen soll. Diese erzielbaren Überschüsse sollen in der Modellvariante für die SPV ab dem Jahr 2041 verwendet werden, um die ausgegebenen Bundesanleihen zurückzuzahlen und verbleibende Überschüsse jahrgangsweise zur ergänzenden Finanzierung von Leistungsverspechen der SPV einzusetzen. Im Idealfall kann so der Beitragssatz von dem Zeitpunkt der Ausschüttung ab dem Jahr 2041 stabilisiert werden. Damit wird explizit davon ausgegangen, dass diese Ausschüttungen der Finanzierung bestehender

[1] Aus Gründen der besseren Lesbarkeit werden im Folgenden personenbezogene Substantive im Sinne einer kategorialen Beschreibung ohne Nennung der männlichen und weiblichen Form verwendet, sind aber explizit auf alle Geschlechter zu beziehen. Dort, wo geschlechterspezifische Daten und Befunde aus methodischen Gründen zu berücksichtigen sind, werden diese kenntlich gemacht.

Leistungszusagen dienen. Es werden also keine Spielräume für zusätzliche Leistungsversprechen eröffnet, die dann wieder zu höheren Beitragssätzen nach 2040 führen würden.

In der vorliegenden Machbarkeitsstudie werden somit nicht unterschiedliche Varianten einer kapitalgedeckten Finanzierung diskutiert. Sie kann deshalb nicht als Pro oder Contra Kapitaldeckung interpretiert werden. Die im Folgenden getroffenen Aussagen sind zudem nicht als Substitut für weitere Reformansätze zu verstehen, die zum Beispiel auf eine Verbesserung der Anreizbedingungen auf der Seite der Leistungserbringung abzielen. Gegenstand der Studie ist vielmehr eine Modellrechnung, mit der in einem ersten Schritt die demografisch bedingten Mehrfinanzierungsbedarfe ab dem Jahr 2041 im Sinne einer Referenz ermittelt werden. Diese dienen als Basis weiterer Modellrechnungen zu dem benötigten Fondsvermögen bei gegebenen Renditeerwartungen und dazu, Möglichkeiten der Ausschüttung überschüssiger Ertragsbestandteile auszuloten. In weiteren Schritten werden dann Ausgestaltungsvarianten zu Fragen der ökonomischen Rahmenbedingungen für einen derartigen Fonds, seiner Anlagestrategie sowie angrenzender rechtlicher Problemstellungen diskutiert.

2 Mehrfinanzierungsbedarf, Kreditaufnahme und Fondsvermögen

Um eine Orientierung über die ökonomische Größenordnung des hier diskutierten Modells „kapitalgedeckt finanzierte Pflegekosten“ zu gewinnen, sind vorab Modellrechnungen vonnöten. Die folgenden Beschreibungen fassen die Begründung und Plausibilisierung der Methodik, der dazu notwendigen Annahmen der Modellierungen sowie die Ergebnisse zusammen, die im „Anhang Modellrechnungen“ ausführlich dokumentiert sind. Dieser Anhang ist integraler Bestandteil der Machbarkeitsstudie.

2.1 Modellrechnungen zu den Mehrfinanzierungsbedarfen ab 2041

Zunächst gilt es, Mehrfinanzierungsbedarfe zu bestimmen, die aus den zu erwirtschaftenden Überschüssen des einzurichtenden Fonds jährlich finanziert werden. Die Berechnung von Mehrfinanzierungsbedarfen erfolgt unter der Annahme, dass der Beitragssatz zur SPV ab dem Jahr 2041 auf dem Niveau fixiert werden soll, das für das Jahr 2040 zu erwarten ist. Ausgaben der SPV, die dann nicht mehr durch das Beitragsaufkommen finanziert werden können, sollen kapitalgedeckt finanziert werden. Die zur Berechnung notwendigen Entwicklungen makroökonomischer Aggregate sowie der Ausgaben-, Beitragssatz- und Beitragseinnahmeentwicklung der SPV lassen sich über einen langen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten nicht prognostizieren, wohl aber annahme- und modellbasiert simulieren.

Die Simulation erfolgt auf der Grundlage eines Generational-Accounting-Ansatzes (Berger et al., 2019), mit dem die voraussichtlichen Ausgaben- und Einnahmeentwicklungen für einzelne Kohorten annahmebasiert und unter Berücksichtigung demografischer Entwicklungen sowie auf der Basis des aktuellen Gesetzesstands (1.8.2020) in die Zukunft fortgeschrieben werden. Dazu wird das Szenario V2 der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung des *Statistischen Bundesamts* (2019a) gewählt. Weitere Annahmen lassen sich nach ausgaben- und einnahmeseitigen Faktoren unterscheiden (Tabelle 2-1).

Ausgewählte Annahmen zur Simulation der SPV-Ausgabenentwicklung (ausführliche Beschreibung siehe „Anhang Modellrechnungen“, 5 ff.):

– Ausgangspunkt der Simulation bilden alters- und geschlechtsspezifische Ausgabenprofile. Diese werden ausgehend von den Angaben zu Leistungsempfängern der SPV nach Altersgruppen und

Geschlecht des *Bundesministeriums für Gesundheit* (BMG, 2019a) geschätzt. Dazu werden auf Basis der allgemeinen Pflegestatistik (Statistisches Bundesamt, 2018) bevölkerungsdurchschnittliche Prävalenzen differenziert nach Alter, Geschlecht und Versorgungsart ermittelt und mit Hilfe der nach Versorgungsart differenzierten Ausgabenstatistik der SPV (BMG, 2020b) in alters- und geschlechtsspezifische Ausgabenprofile der SPV-Versicherten überführt.

- Für den Simulationszeitraum werden konstante alters- und geschlechtsspezifische Pflegeprävalenzen unterstellt. Damit entspricht die Modellierung tendenziell der „Medikalisierungsthese“. Im Vergleich zu der in der Literatur ebenfalls diskutierten „Kompressionsthese“ können die hier modellierten künftigen Pflegefallwahrscheinlichkeiten damit leicht überzeichnet werden. Andererseits wird keine zunehmende Bedeutung professioneller Pflege angenommen, so dass die gewählte Annahme als mittlere Variante zu interpretieren ist, die weder eine starke Tendenz zur Über- noch zur Unterzeichnung künftiger Ausgabenentwicklungen unterstellt.
- Für die Dynamisierung der Versicherungsleistungen wird eine pflegespezifische Teuerungsrate angenommen, die sich zu zwei Dritteln aus der zugrundeliegenden Annahme über die durchschnittliche Bruttolohnentwicklung (Produktivitätsentwicklung) und zu einem Drittel aus der allgemeinen Inflationsrate errechnet.
- Während grundsätzlich der Gesetzesstand vom 1.8.2020 angenommen wird, berücksichtigt die Simulation explizit die mit dem Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Gesundheitsversorgung und Pflege verbundenen Mehrausgaben.

Ausgewählte Annahmen zur Simulation der SPV-Einnahmeentwicklung (ausführliche Beschreibung siehe „Anhang Modellrechnungen“, 8 ff.):

- Auf der Grundlage von Daten des *Statistischen Bundesamtes* (2019b), des *Sozio-oekonomischen Panels* (SOEP) (siehe dazu auch Berger et al., 2019) sowie der *Bundesagentur für Arbeit* (2020) wird ein nach Alter und Geschlecht differenziertes Profil der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten sowie der Arbeitslosengeld-Empfänger geschätzt.
- Die zukünftige Entwicklung der Erwerbsquoten und damit das Profil der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten werden anhand eines ARIMA-Modells von *Schäfer* (2017) geschätzt. Die jeweilige Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ergibt sich dann auf Grundlage der jeweiligen Bevölkerungsstruktur, die der Variante V2 der 14. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung entnommen ist.
- Mithilfe der Daten aus dem SOEP werden ebenfalls nach Geschlecht und Alter differenzierte durchschnittliche Bruttolohneinkommen ermittelt, für Arbeitslosengeld-Empfänger erfolgt die Schätzung auf der Grundlage von Daten der *Bundesagentur für Arbeit*.
- Für die langfristige Bruttolohnentwicklung werden zudem Annahmen analog zum EU Ageing Report getroffen (Europäische Kommission, 2018, 188).
- Strukturmerkmale wie Teilzeit- und Vollzeitquoten sowie die Anteile der Selbständigen beziehungsweise der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten werden beibehalten.
- Die Entwicklung der beitragspflichtigen Renteneinkommen wird auf der Grundlage des geltenden Rentenrechts (Stand Ende 2019) geschätzt (Berger et al., 2019).
- Für den bestehenden Pflegevorsorgefonds wird eine durchschnittliche nominale Rendite von 5 Prozent per anno unterstellt.

Angesichts möglicher Corona-bedingter Sonderentwicklungen („Anhang Modellrechnungen“, 12 f.) werden die Annahmen auf der Ausgabenseite in der kurzen Frist nicht modifiziert. Auf der

Einnahmeseite werden dagegen die zuvor beschriebenen Annahmen auf kurze Sicht in Anlehnung an die jüngste Prognose des *ifo-Instituts* (Wollmershäuser et al., 2020) angepasst. Ab dem Jahr 2022 wird unterstellt, dass die Größen wieder den ursprünglich unterstellten Wachstumspfad erreichen.

Tabelle 2-1: Übersicht zentraler Annahmen

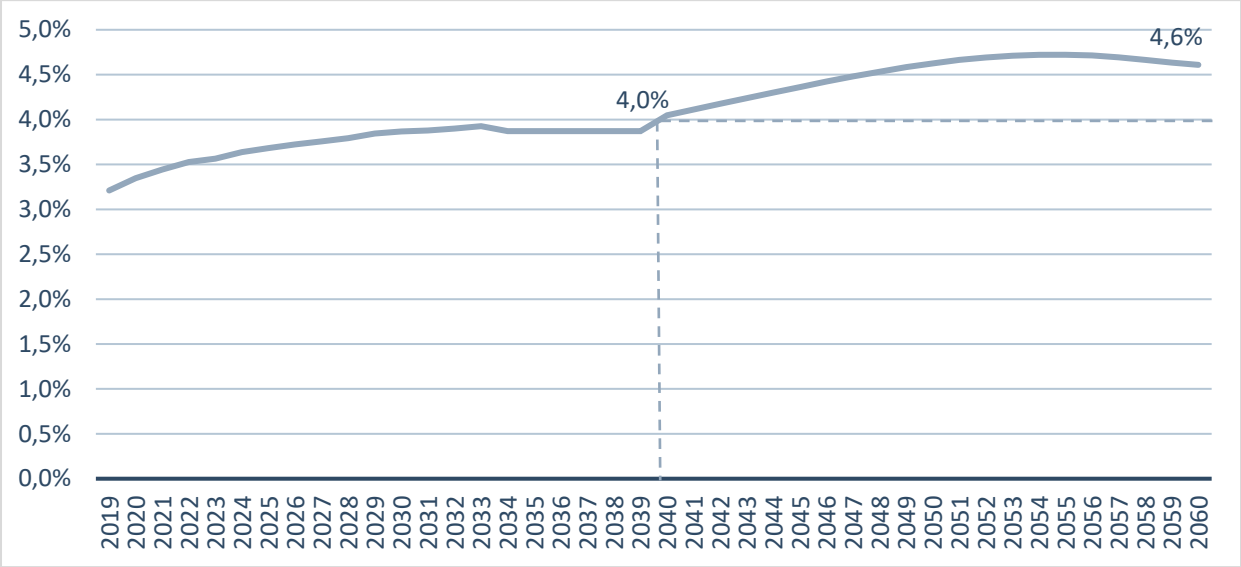
Annahmen für die Simulation	
Bevölkerungsentwicklung	
moderates Szenario	14. Koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, Statistisches Bundesamt (2019), Variante 2: • Geburtenrate 1,55 Kinder je Frau • Lebenserwartung bei Geburt 2060 für Jungen 84,4/Mädchen 88,1 Jahre • durchschnittlicher Wanderungssaldo 221.000 Personen pro Jahr
Entwicklung der Erwerbstätigkeit und der beitragspflichtigen Einnahmen	
positive Entwicklung der Erwerbstätigkeit	• steigende alters- und geschlechtsspezifische Erwerbsquoten insbesondere der Frauen, steigende Erwerbsquoten der Älteren aufgrund der steigenden Regelaltersgrenze (auf Basis des ARIMA-Modells von Schäfer (2017)), ab dem Jahr 2031 konstante Erwerbsquoten • konstante Arbeitslosenquoten • konstanter Anteil sozialversicherungspflichtig Beschäftigter
positive Entwicklung der beitragspflichtigen Einnahmen der Beschäftigten	• langfristig mit der Produktivitätsentwicklung steigende Löhne (Grundlage EU-Kommission, 2018)
Renditeentwicklung des Pflegevorsorgefonds	
moderat positiv	jährliche nominale Rendite von 5 Prozent
Ausgabenentwicklung Pflege	
Status quo-Szenario	• alters- und geschlechtsspezifische Pflegeprävalenzen in der sozialen Pflegeversicherung konstant • Einfügen der mit dem Gesetzesvorhaben zu einem erhöhten Personalbedarf verbunden Kosten, Stand August 2020 • Fortschreibung der alters- und geschlechtsspezifischen Pro-Kopf-Kosten mit sektorspezifischer Rate
Inflationsrate	langfristige Inflationsrate von 2 Prozent

Die Höhe des Finanzierungsbedarfs der SPV ergibt sich modellendogen über die Ausgabenentwicklung. Ebenfalls modellendogen wird der zur Ausgabendeckung notwendige Beitragssatz bestimmt, der sich unter den Regeln des Status quo ergeben würde. Für den Ausgangszeitpunkt errechnet das Modell einen Beitragssatz von 3,2 Prozent (eine exakte Kalibrierung des Beitragssatzes kann aufgrund der modellbedingten Abstraktionen nicht gewährleistet werden, der Wert darf aber bei akzeptabler

Fehlertoleranz als Durchschnitt aus allgemeinem Beitragssatz und erhöhtem Beitragssatz für Kinderlose interpretiert werden). Ausgehend von diesem Niveau steigt der simulierte Beitragssatz bis zum Jahr 2040 auf 4 Prozent, erreicht Mitte der 2050er Jahre mit 4,7 Prozent ein Maximum und sinkt anschließend auf 4,6 Prozent im Jahr 2060 (Abbildung 2-1; „Anhang Modellrechnungen“, Anhang 1, 39).

Abbildung 2-1: Beitragssatz SPV

in Prozent der beitragspflichtigen Einkommen



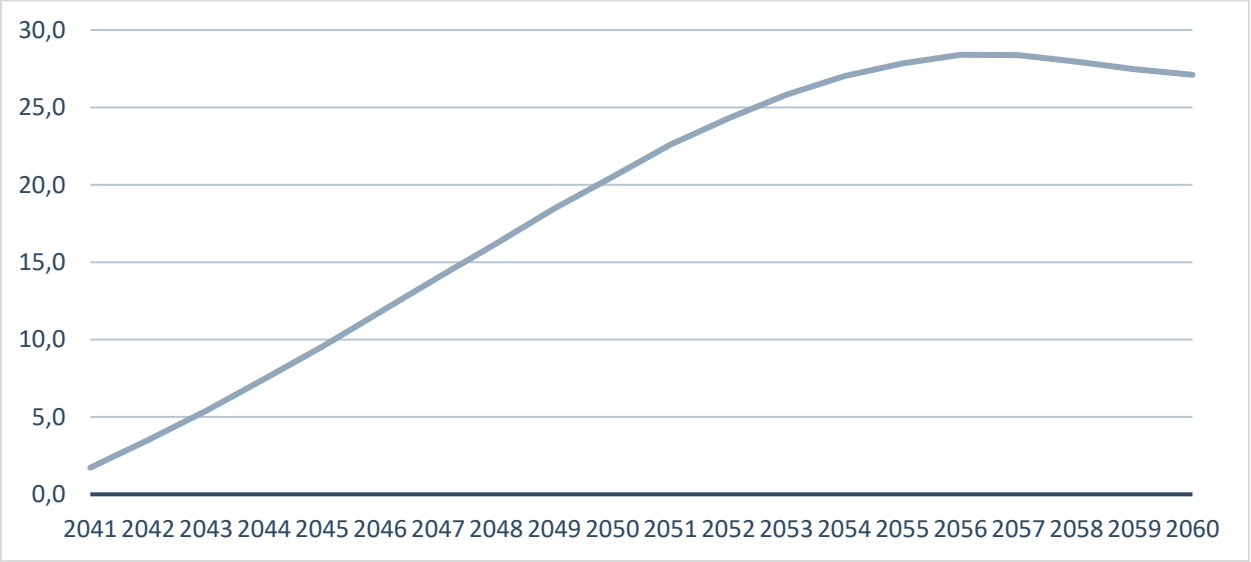
Durchschnitt aus allgemeinem Beitragssatz und Beitragssatz für kinderlose Versicherte laut Modell.
Berechnungen: Susanna Kochskämper (IW)

Wird der Beitragssatz von 4 Prozent im Jahr 2040 für die Folgejahre fixiert, ergibt sich eine bis Mitte der 2050er Jahre zunehmende Differenz zwischen Ausgaben und Beitragseinnahmen der SPV (Abbildung 2-2; siehe „Anhang Modellrechnungen“, Anhang 1, S. 39).[2] Diese definiert den jährlichen Mehrfinanzierungsbedarf, der aus den erzielbaren Überschüssen des Fonds gedeckt werden muss.

[2] Im „Anhang Modellrechnungen“ werden Beitragssatzentwicklung und Mehrfinanzierungsbedarfe zusätzlich für ein Minimal- und Maximalszenario dokumentiert, in denen alternative Annahmen zur Dynamisierung der Versicherungsleistungen getroffen werden (Anhänge 2 und 3, S. 40 f.).

Abbildung 2-2: Jährliche Mehrfinanzierungsbedarfe

in Milliarden Euro in jeweiligen Preisen



Berechnungen: Susanna Kochskämper (IW)

2.2 Notwendiges Fondsvermögen, Startkapital und Tilgungsvarianten

2.2.1 Vorüberlegungen zur Berechnung des benötigten Fondsvermögens im Jahr 2041

Das erforderliche Fondsvolumen im Jahr 2041 hängt maßgeblich von den in Kapitel 2.1 berechneten Mehrbedarfen der Jahre 2041 bis 2060 sowie dem geplanten Endvermögen des Fonds am Ende des Jahres 2060 ab. Das Volumen zum Jahr 2041 berechnet sich als Summe dieser jährlich zu finanzierenden diskontierten Mehrfinanzierungsbedarfe und dem geplanten Endvermögen.

Die Diskontierung erfolgt mit einer zeitkonstanten nominalen Fondsrendite von 5 Prozent. Diese Rendite orientiert sich an den Annahmen in *Fuest et al.* (2019b), die eine nominale Rendite von 5,1 Prozent zugrunde legen. Diese Größenordnung fügt sich in den internationalen Vergleich verschiedener Fonds und Aktienindizes ein (Tabelle 2-2). Insbesondere dient die Rendite des norwegischen Government Pension Fund Global als ein Referenzpunkt. Dieser wies zwischen 1999 und 2019 im Durchschnitt eine nominale Rendite von 5,6 Prozent auf (Norwegische Zentralbank/Norwegisches Finanzministerium, 2019). Angelehnt an die geringen Kosten des norwegischen Fonds (0,05 Prozent des Fondsvermögens in 2019), aber auch anderer Fonds wie des schwedischen AP7 Fonds (0,1 Prozent des Fondsvermögens in 2017; Freudenberg, 2017, 303) und des dänischen ATP Fonds (0,02 Prozent des Fondsvermögens in 2019; The ATP Group, 2019, 9) wird in der vorliegenden Berechnung von einem expliziten Einbezug der Kostenseite abgesehen. Die angenommene nominale Fondsrendite von 5 Prozent kann demnach als Rendite nach Verwaltungskosten interpretiert werden und wird für die Modellrechnung hier als plausibel unterstellt, ohne damit der Diskussion unter Kapitel 4 vorzugreifen.

Tabelle 2-2: Ausgewählte Fonds nach Gründungsjahr, nominaler Rendite und Verwaltungskosten

Fonds	Gründungsjahr/ Ermittlungs-beginn	Nominale Rendite in Prozent (Zeitraum)	Verwaltungs-kosten in Prozent des Fonds-volumens (Stand)
NOR – Gov Pension Fund (Global)	1990 (aktiv seit 1996)	5,6 (2000-2019)	0,05 (2019)
SWE – AP7 Safa	1999	5,5 (2000-2018)	0,1 (2017)
DNK – ATP	1964	8,2 (1999-2019)	0,02 (2019)
Bürgerfonds (Fuest et al., 2019, Basisfall)	2020 (fiktiv)	5,1 (fiktiv)	-
MSCI World	1970	5,6 (2000-2020, Nettoindex)	-

Anmerkungen: MSCI World: Index Performance – Net Returns (%) (AUG 31, 2020) Since Dec. 39, 2000.

Quellen zu Renditen: Norwegen: Norges Bank Investment Management (2020a), eigene Berechnungen; Schweden: Better Finance, 2016 und 2019, eigene Berechnung; DNK- ATP Dänemark: The ATP Group, 2019; Bürgerfonds: Fuest et al., 2019b; MSCI World: MSCI, 2020. Weitere Angaben zu Gründungsjahren und Verwaltungskosten: Freudenberg, 2017; Norwegische Zentralbank/Norwegisches Finanzministerium, 2019; Berechnungen: Hermann Buslei/Anna Hammerschmid/Mia Teschner (DIW)

2.2.2 Berechnung des Startkapitals und der jährlichen Einzahlungen

Der Fonds wird über die Ausgabe von Bundesanleihen finanziert[3]. Angenommen wird, dass diese Staatsanleihen mit 3 Prozent (nominal) verzinst werden. Hiermit folgen wir der Annahme zum Schuldzins in *Fuest et al*. (2019b)[4], die in ihrer Basisvariante mit 3 Prozent für die Kreditzinsen und 5,1 Prozent Rendite für den Fonds sowie einer Inflationsrate von 2 Prozent rechnen. Sie treffen die Zinsannahme vor dem Hintergrund der Entwicklung der Verzinsung deutscher Staatsschuldtitel in den vergangenen Jahrzehnten (durchschnittliche Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere). Die nominalen Zinsen reichten dabei von durchschnittlich 5,5 Prozent bei einer Betrachtung der letzten 50 Jahre bis etwa 2,7 Prozent bei einer Betrachtung der letzten 20 Jahre. In den letzten Jahren waren die nominalen Zinsen nahe Null oder sogar negativ (vgl. Fuest et al., 2019b, 6 f.). Offensichtlich ist eine Abschätzung der Zinsentwicklung mit einer hohen Unsicherheit behaftet (vgl. die Beiträge zum Thema Niedrigzinsen – Ursache und Wirkungen“ in Wirtschaftsdienst 1/2020, unter anderem Fratzscher/Kriwoluzky, 2020). *Fuest et al.* (2019b) tragen der Unsicherheit insoweit Rechnung, als dass sie die für einen kreditfinanzierten Fonds maßgebliche Differenz zum Kreditzins ausgehend von 2

[3] Im Folgenden wird der Begriff „Bundesanleihe“ durchgängig und losgelöst von der begrifflichen Differenzierung verwendet, die eine Organisation des Fonds entweder in Form einer öffentlich-rechtlichen oder einer privatrechtlichen Körperschaft impliziert (ausführlich dazu Kapitel 5).

[4] Im Folgenden werden die Begriffe „Schuldzins“ und „Kreditzins“ – unabhängig von der juristisch korrekten Verwendung des Terminus technicus – synonym verwendet, um deutlich zu machen, dass das Vorhaben einen kreditfinanzierten Aufbau von Fondsvermögen vorsieht und nicht etwa eine zweckungebundene Ausweitung der Staatsverschuldung.

Prozent in der Basisvariante einmal auf 3 Prozent erhöhen und einmal auf 1 Prozent absenken. Hier betrachten wir die Wahl von 3 Prozent für den Nominalzins vor dem Hintergrund der jüngsten Zinsentwicklung und der kommenden demografischen Entwicklung, die zinsdämpfend wirken dürfte, als relativ hohen Wert (für eine Simulationsanalyse siehe Ludwig et al., 2012; Demary/Voigtländer, 2018). Damit werden die möglichen Finanzierungskosten des Fonds eher hoch angesetzt und eine konservative Schätzung der möglichen Vorteile des Fonds vorgenommen. Die jährlich anfallenden Kreditzinsen werden hierbei im jeweiligen Jahr ausgezahlt, so dass sich kein Zinseszins-Effekt ergibt.

Modellvarianten

Für die Beurteilung der Fondswirkungen und insbesondere für die Modellrechnungen muss die konkrete Gestaltung der Kreditaufnahme und Kredittilgung sowie das geplante Endvermögen des Fonds festgelegt werden.[5] Aus den dabei möglichen Szenarien werden hier drei Varianten herausgegriffen[6]:

- In der ersten Variante wird im Jahr 2021 das benötigte Kreditvolumen einmalig aufgenommen und damit ein Startkapital in den Fonds eingezahlt, es folgen keine weiteren Zahlungen.
- Die zweite Variante geht dagegen von einer zeitlich gestreckten Kreditaufnahme in den Jahren 2021 bis 2040 aus, entsprechend baut sich auch das Fondsvermögen sukzessive auf.[7]
- Die dritte Variante nimmt insofern eine mittlere Position ein, als die Kreditaufnahme einmalig in Höhe von 75 Prozent des zuvor ermittelten Kapitalbedarfs erfolgen soll. Das darüber hinaus notwendige Kapital wird durch jährlich wiederkehrende Einzahlungen in gleichen Raten im Zeitraum von 2022 bis 2040 aufgebaut.

Die Rückzahlung der Bundesanleihen wird in den drei im Folgenden diskutierten Varianten ebenfalls unterschiedlich modelliert: Komplette Rückzahlung der Anleihen im Jahr 2041 (Variante 1), sukzessive Rückzahlung der Anleihen in gleich hohen jährlichen Raten zwischen 2041 und 2060 (Varianten 2 und 3). Dabei kann aus Risiko- und Renditeerwägungen eine Differenzierung der ausgegebenen Titel nach der Laufzeit geboten sein. In Variante 1 ergibt sich dies aus der Notwendigkeit, das Volumen auf dem Kapitalmarkt platzieren zu können. Darüber hinaus kann sich in den Variante 2 und 3 die Notwendigkeit eines Laufzeitmanagements aufgrund der über insgesamt 20 Jahre gestreckten Rückzahlung der ausgegebenen Bundesanleihen ergeben. In der Modellrechnung kann darauf ebenso wenig eingegangen werden wie auf die Implikationen, die unterschiedliche Laufzeiten auf die unterstellten Zinskosten haben könnten. Ebenfalls kann in der langfristigen Modellrechnung nicht berücksichtigt werden, welchen Effekt möglicherweise das Volumen der anfänglichen Kreditaufnahme auf die Höhe des erforderlichen Zinssatzes der ausgegebenen Bundesanleihen hat.

Das Fondsvermögen soll über das Jahr 2060 hinaus real konstante Leistungen auf dem Niveau des Jahres 2060 erbringen. Für die Ermittlung des dazu notwendigen Fondsvermögens wird für das Jahr 2061 eine

---

[5] Die im Folgenden zugrunde gelegten Varianten entsprechen den Szenarien D-2, E-1 und G-1 aus dem „Anhang Modellrechnungen“. Aus der Kombination von (teilweise) einmaliger und zeitlich gestreckter Einzahlung sowie einmaliger und gestreckter Rückzahlung der ausgegebenen Bundesanleihen ergeben sich weitere Varianten, die in unterschiedlichen Szenarien im „Anhang Modellrechnungen“ ausführlich dokumentiert werden.

[6] Aus der Auswahl der hier diskutierten Varianten lässt sich a priori noch keine Empfehlung ableiten. So enthält der „Anhang Modellrechnungen“ auch Varianten, die ein geplantes Endvermögen von Null am Ende des Jahres 2060 vorsehen.

[7] Während die erste Variante vor allem mit der Vorstellung begründet werden könnte, dass es sich bei der aktuellen Zinsentwicklung um eine historisch einmalige Konstellation handelt, die es möglichst zu nutzen gelte, könnte die zweite Variante damit begründet werden, dass das hohe Kreditvolumen möglicherweise nur zu höheren Zinskosten als aktuell beobachtbar auf dem Kapitalmarkt platziert werden kann.

Ausschüttung im Umfang der zuletzt im Jahr 2060 geleisteten Zahlung in Höhe von 27,1 Milliarden Euro zuzüglich Inflationsausgleich unterstellt. Die Annahmen einer Nominalrendite von 5 Prozent und einer allgemeinen Inflationsrate von 2 Prozent werden beibehalten. Das erforderliche Fondsvermögen für die zu leistende „ewige Rente“ beträgt demnach im Jahr 2060 gut 921 Milliarden Euro nominal oder 8,7 Prozent des simulierten BIP.

Abwägung von Zins- und Kursänderungsrisiken

Die hier vorgestellten Modellrechnungen dienen der Orientierung über mögliche ökonomische Größenordnungen. Die Varianten 1 und 3 stehen dabei unter der Prämisse, das historisch niedrige Zinsniveau für die Ausgabe von Bundesanleihen zu nutzen und deshalb die notwendige Kreditaufnahme möglichst zeitnah vorzusehen. Daraus ergeben sich anfänglich hohe Volumina sowohl für die Kreditaufnahme (Ausgabe von Bundesanleihen) als auch für die Kapitalanlage. Dies kann zu strukturellen Veränderungen auf dem globalen Kapitalmarkt führen, die auch Auswirkungen auf Zinskosten und Renditeerwartungen haben können. Aus ökonomischer Sicht ist dabei weniger das aktuelle Zinsniveau entscheidend, als vielmehr die Realisierung der in der Modellrechnung unterstellten Rendite-Zins-Differenz über lange Zeiträume.[8] In den Modellrechnungen wird eine Rendite-Zins-Differenz von 2 Prozentpunkten unterstellt. Für die auszugebenden Bundesanleihen wird mit Zinskosten von 3 Prozent eine ausgesprochen konservative Annahme gewählt, die angesichts des aktuellen Zinsniveaus mögliche Risikoaufschläge toleriert, die von den potenziellen Abnehmern gefordert werden könnten. Sollten die auszugebenden Bundesanleihen jedoch nur zu einem höheren Zinssatz als 3 Prozent platziert werden können, geriete die unterstellte Rendite-Zins-Differenz unter Druck.

Spiegelbildlich ist von Kapitalmarktreaktionen auszugehen, wenn das Fondsvolumen kurzfristig in vollem Umfang oder zum Großteil angelegt werden soll – entsprechend kann die Rendite für Kapitalanlagen geringer ausfallen als hier unterstellt. Für die praktische Umsetzung erscheint deshalb – anders als in den Modellberechnungen – eine flexible Gestaltung der Einführungsphase empfehlenswert, die es erlaubt, sowohl bei der Ausgabe der Bundesanleihen als auch bei der Anlage des Fondsvermögens Marktreaktionen auszuloten und damit das Timing und Sequencing bei Fondsaufbau und Fondsanlage zu optimieren (phase-in).

Ähnliche Überlegungen gelten allerdings auch für den Fall einer sukzessiven Kreditaufnahme über längere Zeiträume (Variante 2). Die Wahrscheinlichkeit, dass das Volumen der auszugebenden Bundesanleihen den erforderlichen Zinssatz beeinflusst, sinkt in dieser Variante zumindest theoretisch (aufgrund des Vorankündigungseffekts sind entsprechende Reaktionen des Kapitalmarktes gleichwohl nicht auszuschließen). Dieser Effekt ist aber abzuwägen gegen das allgemeine Zinsänderungsrisiko, das unabhängig von dem zu begebenden Volumen besteht und über lange Zeiträume nicht oder nur mit zunehmender Unsicherheit prognostizierbar ist. Spiegelbildlich gilt die Abwägung für die Anlage des Fondsvermögens, weil auch hier abhängig von dem Volumen Kursreaktionen zu erwarten sind, welche die unterstellte Renditeerwartung tangieren.

Zu beachten ist (siehe Abbildungen 2-3, 2-4 und 2-5), dass in den Szenarien mit sukzessiver Kreditaufnahme jeweils höhere Volumina bis zum Jahr 2040 erforderlich werden, weil der Zinseszinseffekt in diesen Varianten in der Phase des Fondsaufbaus schwächer ausfällt. Deshalb gelten

[8] Juristisch relevante Aspekte des Finanzierungsmodells werden in Kapitel 5 der Machbarkeitsstudie explizit erörtert. Ökonomisch handelt es sich bei dem diskutierten Modell in Analogie zu betriebswirtschaftlicher Terminologie um eine Bilanzverlängerung, da mit der Kreditaufnahme und Kapitalanlage die Aktiv- wie die Passivseite einer Vermögensbilanz erweitert werden. Relevante Risiken (und Chancen) erwachsen in der Folge aus unterschiedlichen Wertentwicklungen der betreffenden Aktiv- und Passivpositionen.

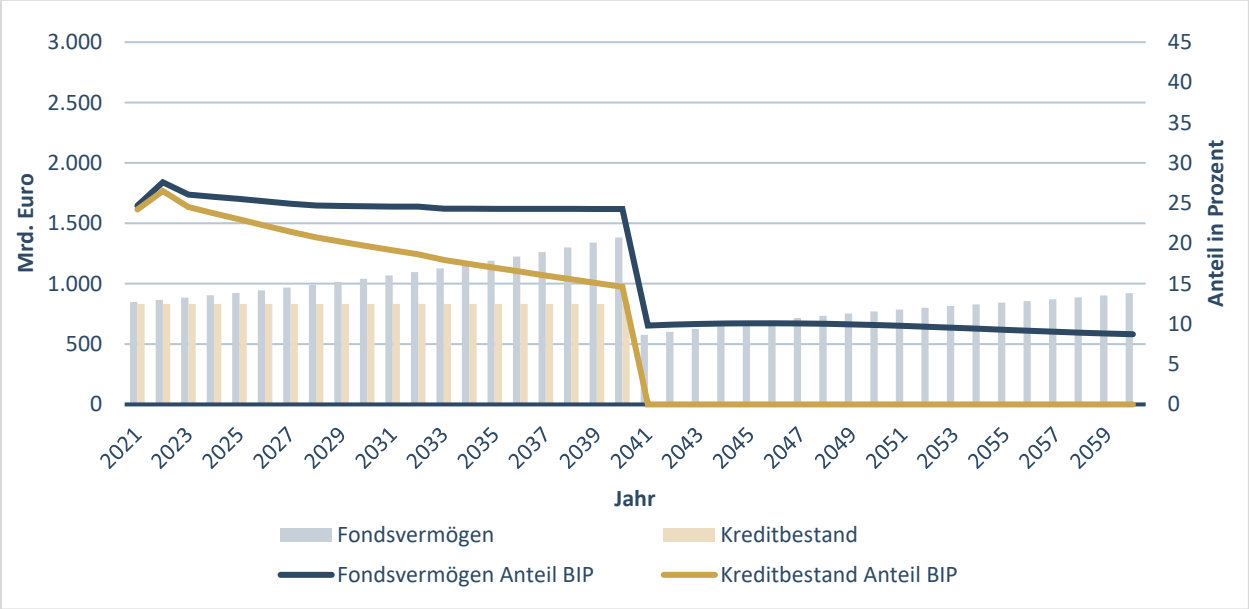
Abwägungen zwischen dem Einfluss des Volumens auf die Marktreaktionen und dem langfristigen Zins-Rendite-Änderungsrisiko grundsätzlich auch für dieses Szenario, insbesondere wenn man unterstellt, dass die Marktakteure bereits auf die Ankündigung eines solchen Finanzierungsmodells reagieren könnten.

Wenn die Aktivitäten eines so großen Fonds Marktreaktionen nach sich ziehen können, sind auch Marktteilnehmer mit in den Blick zu nehmen, die von ebendiesen Reaktionen maßgeblich tangiert werden. Eine verstärkte Emissionstätigkeit des Bundes (oder einer durch ihn betrauten Körperschaft) kann zu Kursrückgängen bei Anleihen führen, während durch die Kapitalanlage auf dem – dem Volumen nach vergleichsweise kleineren – Aktienmarkt die Aktienkurse steigen können. Das BMG sollte deshalb mit Vertretern von Banken und Versicherungen abklären, inwiefern diese von den beschriebenen Marktreaktionen negativ betroffen wären, um eine marktschonende Emissionstätigkeit und Vermögensanlage zu erreichen.

Ergebnisse ausgewählter Modellrechnungen

Abbildung 2-3: Ewiger Fonds bei einmaliger Kreditaufnahme 2021 und vollständiger Kreditrückzahlung 2041

in Milliarden Euro und Prozent des BIP



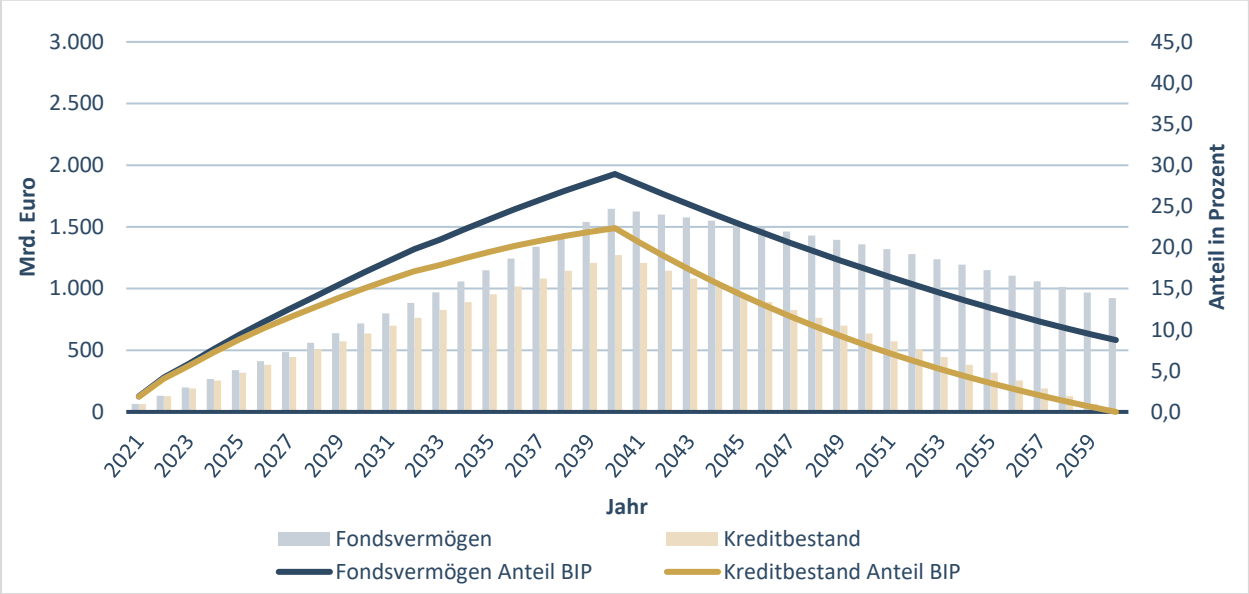
Anhang Modellrechnungen, Szenario D-2.
Berechnungen: Hermann Buslei/Anna Hammerschmid (DIW)

Vor dem Hintergrund dieser Vorbemerkungen geht die erste Variante von einer einmaligen Kreditaufnahme im Jahr 2021 aus, die vollständige Rückzahlung der ausgegebenen Bundesanleihen erfolgt in einer Summe im Jahr 2041 (Abbildung 2-3). Das Volumen der auszugebenden Bundesanleihen beträgt in diesem Szenario knapp 832 Milliarden Euro oder 24,2 Prozent des für das Jahr 2021 simulierten BIP, im Folgejahr sogar 26,5 Prozent. Das Volumen wird erforderlich, damit mit den nach Rückzahlung verbleibenden Fondsmitteln in den Folgejahren ab 2041 bei gegebener Renditeerwartung Überschüsse in einem Umfang erwirtschaftet werden können, die über die jährlichen Mehrfinanzierungsbedarfe in der SPV hinaus den weiteren Aufbau des Fondsvermögen bis auf rund

921 Milliarden Euro im Jahr 2060 ermöglichen.[9] Diese Fondsausstattung im Jahr 2060 ist notwendig, um bei gegebener Renditeausstattung auch im Jahr 2061 eine Zuweisung an die SPV in Höhe der 2060er Rate zuzüglich Inflationsausgleich zu ermöglichen (zu der jährlichen Entwicklung der Werte für die verschiedenen Varianten siehe Anhang 2 der Machbarkeitsstudie sowie im Dokument „Anhang Modellrechnungen“ Anhänge 6 und 7).

Abbildung 2-4: Ewiger Fonds mit zeitlich gestreckter Kreditaufnahme 2021-2040 und zeitlich gestreckter Rückzahlung 2041-2060

in Milliarden Euro und Prozent des BIP



Anhang Modellrechnungen, Szenario E-1.
Berechnungen: Hermann Buslei/Anna Hammerschmid (DIW)

In Abbildung 2-4 ist die Variante 2 dargestellt mit einer über den Zeitraum von 2021 bis 2040 gestreckten Kreditaufnahme und einer anschließend ebenfalls zeitlich gestreckten Rückzahlung der auszugebenden Bundesanleihen im Zeitraum 2041 bis 2060. Im Jahr 2021 sind zunächst Bundesanleihen in einem Volumen von 63,6 Milliarden Euro auszugeben. Weil sich mit der sukzessiven Kreditaufnahme der Vermögensbestand des Fonds erst langsam aufbaut, fällt der Zinseszinseffekt, der sich aus der erwarteten Rendite-Zins-Differenz ergibt, geringer ins Gewicht als in der Variante 1. Deshalb steigt das benötigte Kreditvolumen bis auf 1.272 Milliarden Euro oder 22,3 Prozent des BIP im Jahr 2040 an. Dem steht unter den getroffenen Annahmen dann ein Fondsvermögen in Höhe von 1.647 Milliarden Euro gegenüber. In den Folgejahren schmilzt der Fonds aufgrund der Rückzahlung der Bundesanleihen wieder bis auf rund 921 Milliarden Euro im Jahr 2060 ab.

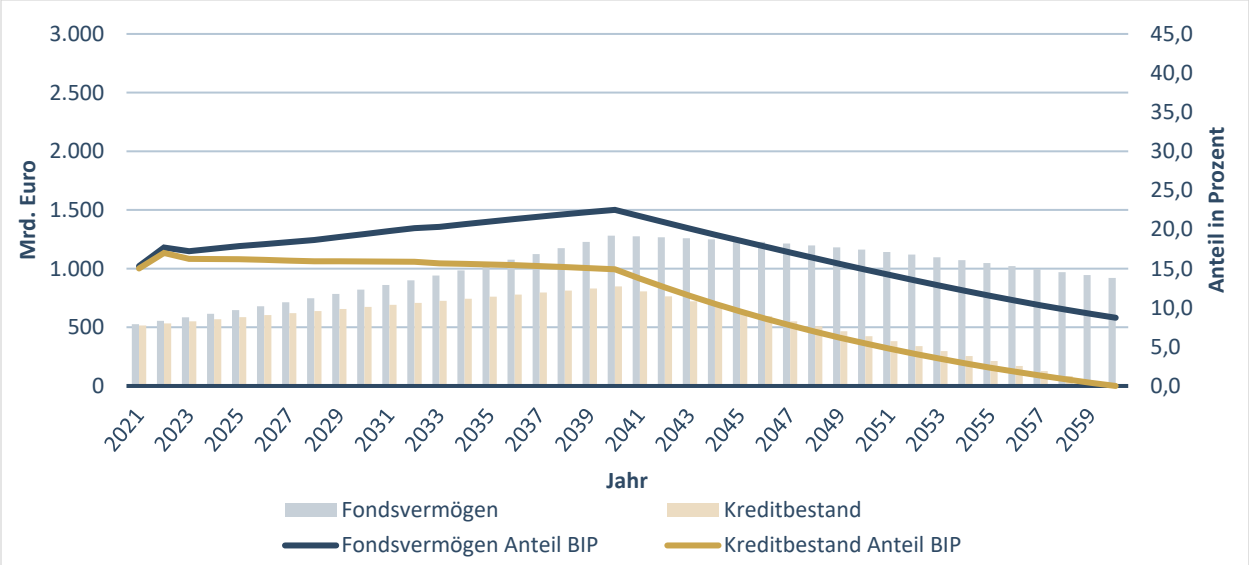
In Abbildung 2-5 ist schließlich die dritte Variante dargestellt mit einer einmaligen Kreditaufnahme im Jahr 2021 in Höhe von 75 Prozent des Volumens aus der ersten Variante, einer anschließend gestreckten Ausgabe von Bundesanleihen bis zum Jahr 2040 sowie einer gestreckten Kreditrückzahlung im Zeitraum 2041 bis 2060. Anfänglich sind damit Bundesanleihen im Umfang von 516 Milliarden Euro auszugeben. Der Kreditbestand wächst anschließend bis zum Jahr 2040 auf fast 849 Milliarden Euro an, um dann kontinuierlich bis zum Jahr 2060 zurückgezahlt zu werden. In der Spitze macht das Kreditvolumen

[9] Der dazu analoge Fall mit einem Endvermögen von Null am Ende des Jahres 2060 weist einen anfänglichen Kreditbedarf von 306 Milliarden Euro auf (siehe „Anhang Modellrechnungen, Szenario A-2).

17 Prozent des BIP im Jahr 2022 aus. Dem steht im gleichen Jahr ein Fondsvolumen gegenüber, das aufgrund der unterstellten Renditeerwartung bereits zu diesem Zeitpunkt die Kreditaufnahme um 21,5 Milliarden Euro übersteigt. Das Fondsvolumen wächst bis zum Jahr 2040 auf gut 1.281 Milliarden Euro an und schmilzt aufgrund der dann einsetzenden Tilgung bis zum Jahr 2060 auf 921 Milliarden Euro ab.

Abbildung 2-5: Ewiger Fonds bei überwiegend einmaliger Kreditaufnahme 2021 und Kreditrückzahlung 2041–2060

in Milliarden Euro und Prozent des BIP



Anhang Modellrechnungen, Szenario G-1: Einmalige Kreditaufnahme im Jahr 2021 in Höhe von 75 Prozent des Volumens, das bei vollständig einmaliger Kreditaufnahme notwendig wäre.
Berechnungen: Hermann Buslei/Anna Hammerschmid (DIW)

Analog zu den vorangegangenen Varianten steht damit ein Fondsvermögen zur Verfügung, das bei gegebener Renditeerwartung über das Jahr 2060 hinaus einen substanziellen Finanzierungsbeitrag zu den Ausgaben der SPV verspricht. Ob damit in den Jahren ab 2061 der Mehrfinanzierungsbedarf bei unverändertem Beitragssatz von 4 Prozent ausgeglichen werden kann, lässt sich aufgrund des beschränkten Zeithorizonts der zugrundeliegenden Bevölkerungsvorausberechnung allerdings nicht mehr zuverlässig simulieren.

3 Ökonomische Rahmenbedingungen

3.1 Private Teilhabe

In Kapitel 2 wurde beschrieben, dass der Fonds zur Stärkung der SPV durch staatliche Kreditaufnahme finanziert werden soll, entweder einmalig oder zu einem Teil gestreckt über mehrere Jahre. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob eine Beteiligung privater Akteure an der Finanzierung des Fonds möglich und empfehlenswert wäre.

Grundsätzlich bietet die private Teilhabe mehrere Vorteile:

- Erstens könnte eine solche Beteiligung die notwendige Kreditaufnahme durch den Bund verringern. Zwar ist Deutschland derzeit in der Lage, sich zu besonders günstigen Konditionen zu verschulden. Allerdings kann eine massive Kreditaufnahme zur Finanzierung eines Staatsfonds die herausragende Kreditwürdigkeit in Frage stellen. Trotz der aktuell günstigen Verschuldungsbedingungen darf darum die mittel- und langfristige Solidität der öffentlichen Finanzen nicht außer Acht gelassen werden (Fuest et al., 2019, 3).
- Der zweite Vorteil privater Teilhabe besteht darin, dass sie ein politökonomisches Risiko minimiert, nämlich die Zweckentfremdung des Fondsvermögens. In der Vergangenheit wurden Staatsfonds teilweise dazu verwendet, Engpässe der öffentlichen Haushalte zu schließen (Sachverständigenrat 2016, 317).
- Ein dritter Vorteil besteht darin, dass die private Beteiligung die Skepsis der Bundesbürger gegenüber dem Kapitalmarkt reduzieren könnte.

Trotz dieser Vorteile spricht ein Grund gegen die private Teilhabe. Denn das Ziel des Fonds besteht vornehmlich darin, die Demografie bedingt steigenden Kosten der SPV auszugleichen. Der Fonds soll weder die private Vorsorge verbessern noch ein höheres Leistungsniveau ermöglichen. Gemäß der *Tinbergen*-Regel sollten mit einer wirtschaftspolitischen Maßnahme nicht zwei Ziele – hier der kapitalgedeckt finanzierte Ausgleich von Mehrfinanzierungsbedarfen bei konstantem Beitragssatz ab 2040 auf der einen Seite und die Möglichkeit privater Vorsorge auf der anderen Seite – gleichzeitig verfolgt werden. Insofern ist die private Teilhabe von vornherein eher kritisch zu sehen, wenngleich sie aufgrund der oben genannten Vorteile nicht ausgeschlossen wird.

Sollte trotz dieses grundlegenden Einwands aus anderen als ökonomischen Gründen eine private Teilhabe privaten Anlegern oder Unternehmen angestrebt werden, sehen wir dafür prinzipiell zwei technische Möglichkeiten: die Gestaltung als Pflichtversicherung und die Gestaltung als staatliches Standardprodukt.

- Die Gestaltung als Pflichtversicherung bedeutet, dass die Versicherten über die SPV-Beiträge hinaus zusätzliche Prämien an den Fonds abführen – die Versicherten der SPV würden somit als private Anleger gleichzeitig Anteilseigner des Fonds. Durch die Beteiligung würden Individualansprüche aufgebaut. Diese könnten entweder mit einer einmaligen Ausschüttung abgegolten oder zur Reduzierung des Pflegebeitrags genutzt werden (jährlich oder nur im Alter). Weil es sich um eine allgemeine Absicherung gegen demografische Risiken handelt, wären einkommensunabhängige Prämien aus finanzwissenschaftlicher Sicht empfehlenswert.

  Eine Zusatzprämie könnte von vielen Versicherten als Beitragserhöhung interpretiert werden. Dies würde zu einer Diskussion über die Verteilungswirkung einer solchen Maßnahme führen,

insbesondere darüber, ob die Prämie an die Höhe der (beitragspflichtigen) Bruttoarbeitseinkommen gekoppelt werden sollte (zum Beispiel durch einen Beitragssatz wie bei der regulären SPV). Zur Verbesserung der politischen Akzeptanz des Vorschlags könnte für abhängig Beschäftige eine Beteiligung des Arbeitgebers an der Prämienzahlung vereinbart werden. Im Fall der Pflichtversicherung ist eine Substitution staatlicher Kreditaufnahme durch private Beteiligung möglich.

– Am attraktivsten erscheint die Gestaltung als staatliches Standardprodukt. Das bedeutet, dass sich der Fonds teilweise durch freiwillige Beiträge der Versicherten finanziert. Gleichzeitig könnten auch Unternehmen in diese Standardprodukte investieren. Abhängig Beschäftigte würden, falls sie ihre Zustimmung geben, vom Arbeitgeber in der kapitalgedeckten Säule der Pflegeversicherung angemeldet (Opt-in-Verfahren). Allen Pflegeversicherten stünde es frei, im Rahmen des staatlichen Standardprodukts oder ähnlicher Produkte privater Anbieter vorzusorgen. Erneut würden die erworbenen Ansprüche entweder zu einer Ausschüttung ohne Zweckbindung oder einer Beitragsminderung zur SPV führen. Der Wettbewerb zwischen verschiedenen Anbietern und dem Anteilserwerb am Fonds impliziert eine flexible Höhe der Beiträge ebenso wie der Versicherungsleistung. Eine Kostenbeteiligung des Arbeitgebers wäre denkbar und könnte analog zur Regelung bei der betrieblichen Altersvorsorge umgesetzt werden.

Bei den hier diskutierten Formen privater Teilhabe ist zu beachten, dass ein deutscher Staatsfonds gegen das Beihilfeverbot des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (Art. 107) verstoßen könnte. Eine unerlaubte staatliche Beihilfe würde etwa vorliegen, wenn durch den Fonds Wettbewerbsverzerrungen entstehen oder zu erwarten sind. Eine Wettbewerbsverzerrung zu Lasten privater Fonds könnte zum Beispiel festgestellt werden, weil der Staatsfonds durch seine Marktmacht einen sehr niedrigen Verwaltungskostenanteil durchsetzt (siehe Börsch-Supan et al., 2017, 68). Die wettbewerbsrechtliche Beurteilung des Fonds wird in Kapitel 5.6 vertiefend behandelt.

Neben den Optionen Pflichtversicherung und staatliches Standardprodukt gibt es noch eine weitere Möglichkeit, private Akteure an der Finanzierung des Fonds zu beteiligen. Die Fondsanteile könnten am Kapitalmarkt angeboten werden, um Individuen und institutionellen Anlegern eine direkte Investition zu erlauben.

Der Handel mit Anteilen von Staatsfonds ist nicht üblich. Solche Fonds sind Eigentum des Staates und seiner Bürger. In den oben genannten Szenarien gehören die Fondsanteile implizit oder explizit den Teilnehmern der kapitalgedeckten Säule der SPV. Bei einem freien Handel mit Anteilen wäre es besonders wichtig, dass die Entscheidungshoheit über die Anlagepolitik bei staatlichen Institutionen (wie zum Beispiel der Deutschen Bundesbank) verbleibt. Nur so kann sichergestellt werden, dass Investitionsentscheidungen im Sinne der Pflegeversicherten getroffen werden.

Ein deutscher Staatsfonds würde zweifellos die Erwartung wecken, dass für ihn ein besonderer Insolvenzschutz gilt. Dies entspricht einer staatlichen Haftung für eine niedrige Kapitalrendite, etwa nach einem Kurseinbruch. Selbst wenn es kaum vermeidbar ist, dass der deutsche Staat die Teilnehmer einer kapitalgedeckten Säule der Pflegeversicherung vor Ausfällen schützt, darf ein solcher Schutz nicht auf jeden privaten Anteilseigner ausgedehnt werden.

Als Alternative zum Verkauf von Fondsanteilen kann deshalb erwogen werden, dass der Staatsfonds seine Anlageentscheidungen öffentlich macht, so dass private Finanzdienstleister das Portfolio nachbilden und entsprechende Produkte anbieten können.

Die Einbindung deutscher Unternehmen muss sich nicht auf die Finanzierung des Fonds beschränken. Im internationalen Vergleich gibt es Beispiele staatlicher Fonds, die einen Großteil ihres Vermögens im Inland investieren, wie etwa die singapurische *Temasek Holding*. Zu beachten ist jedoch, dass es sich hierbei zumeist um staatliche Entwicklungsfonds und nicht um Rücklagenfonds handelt (Bönke/Harnack, 2017). Grundsätzlich kann eine Erweiterung des Investitionsfokus auf inländische Unternehmen dann sinnvoll sein, wenn eine optimale Anlagestrategie im Ausland nicht erreicht werden kann, etwa aufgrund von Kapitalverkehrsbeschränkungen für staatliche Investitionen. Befürworter eines inländischen Investitionsfokus verweisen darüber hinaus auf denkbare, makroökonomische Stabilisierungswirkungen durch einen Fonds, der im Inland als „Investor of Last Resort“ agieren könne (Raymond 2012; Megginson/Fotak, 2015). Während eine solche Rolle bereits aus wettbewerbspolitischen und ordnungspolitischen Gründen kritisch betrachtet werden muss, zeigen empirische Untersuchungen zudem, dass die unterstellten Stabilisierungswirkungen langfristig mindestens unklar sind (Raymond, 2012), und die Renditeziele des Fonds gefährden können (Bortolotti et al., 2015).

Einigen Rücklagenfonds, insbesondere dem norwegischen Staatsfonds, sind Investitionen im Inland gänzlich untersagt. Im deutschen Kontext wäre ein solches Verbot inländischer Fondsinvestitionen ebenfalls aus mehreren Gründen geboten.

- Erstens kann in dem vergleichsweise kleinen deutschen Anleihemarkt die Marktdominanz eines großen staatlichen Anlegers nicht ausgeschlossen werden. Die empirische Evidenz zum Investitionsverhalten staatlicher Fonds zeigt, dass sich das Investitionsverhalten von Staatsfonds vom Investitionsverhalten privater Fonds unterscheidet, wobei Staatsfonds eine Neigung zu Investitionen in größere und gut kapitalisierte Unternehmen zeigen (Chhaochharia/Laeven, 2008; Avendano, 2010). Vor diesem Hintergrund kann nicht ausgeschlossen werden, dass durch das Auftreten eines staatlichen Fonds auf den inländischen Anleihemärkten Marktverzerrungen auftreten.
- Zweitens ermöglicht eine Beschränkung der Investitionen auf das Ausland eine Diversifizierung des Fondsvermögens und entkoppelt es zugleich von der inländischen Wirtschaftsentwicklung. Ein Verbot von Inlandsinvestitionen wäre somit geeignet, das Fondsvermögen gegenüber konjunkturellen Schwankungen im Inland zu stabilisieren.
- Drittens kann ein inländischer Investitionsfokus die Gefahr einer beispielsweise industriepolitisch oder klimapolitisch motivierten Beeinflussung der Anlagestrategie des Fonds verstärken. Eine politisch motivierte Abkehr vom Primat der globalen und ethischen Rendite der Anlagestrategie ist zwar ebenfalls bei Investitionen im Ausland grundsätzlich denkbar. Durch ein Verbot von Fondsinvestitionen im Inland dürfte das Potenzial politischer Einflussnahme auf Anlageentscheidungen jedoch deutlich verringert werden.

Sofern der Anlagefokus des Fonds dennoch nicht auf das Ausland beschränkt werden soll, sollten insbesondere die Aspekte des EU-Beihilferechts nicht außer Acht gelassen werden. Die vorliegende empirische Evidenz zu den Auswirkungen von Investitionen staatlicher Fonds auf Unternehmen zeigt, dass Investitionen eines Staatsfonds in ein Unternehmen mit einem erhöhten Firmenwert sowie verringerten Kreditrisiken einhergehen (Fernandes, 2014; Bertoni/Lugo, 2014; Borisova et al., 2015). *Borisova et al.* (2015) führen dieses Ergebnis auf eine implizite Schuldengarantie für jene Unternehmen zurück, in die ein Staatsfonds investiert hat. Sobald das Gesamtvolumen einer Investition des Fonds in ein inländisches Unternehmen die de-minimis Grenzen des Beihilferechts überschreitet, was bei dem für einen deutschen Pflegefonds zu erwartenden Fondsvolumen relativ schnell gegeben sein dürfte, wären

Investitionsentscheidungen des Fonds daher zusätzlich auf ihre beihilferechtliche Relevanz hin zu prüfen.

Angesichts der ökonomischen Abwägungen sowie der beihilferechtlichen Unwägbarkeiten sollte über die Einführung eines Fonds unabhängig davon entschieden werden, ob und wie private Personen oder Unternehmen beteiligt werden können. Folgt man der *Tinbergen*-Regel, dann wären alternative Maßnahmen empfehlenswert, wenn zum Beispiel Anreize zur ergänzenden privaten Vorsorge verbessert werden sollen. Und grundsätzlich gilt, dass jede Einschränkung des Anlagefokus letztlich Renditechancen kosten kann.

3.2 Zeithorizont

Der Anlagehorizont wurde in den Modellberechnungen auf 20 Jahre festgesetzt. Dabei stellt sich die Frage, ob dieser Zeitraum angesichts volatiler Kapitalmärkte ausreichend ist oder gegebenenfalls auf 25 oder 30 Jahre verlängert werden sollte.[10] Die Frage nach der Volatilität erscheint für die Zukunft mindestens so schwer zu beurteilen wie die oben behandelten Fragen nach der künftigen durchschnittlichen Höhe von Rendite und Zinsen. Ergäbe sich die Notwendigkeit einer Veränderung des Anlagehorizonts, würden Fragen zur notwendigen Alternativfinanzierung und zum Einfluss des Anlagehorizonts auf Fondsrenditen und Kreditzinsen relevant, die hier kurz betrachtet werden sollen.

Zu Beginn der 2040er Jahre ergibt sich aus der Altersstruktur der Baby-Boomer – unabhängig von der genauen Abgrenzung Demografie bedingter Mehrkosten – ein Anstieg der Pflegekosten. Wird der Ansparzeitraum über das Jahr 2040 hinaus verlängert, stellt sich die Frage nach einer alternativen Finanzierung der Mehrfinanzierungsbedarfe in der SPV im Zeitraum von 2041 bis 2046 (Anlagehorizont 25 Jahre) beziehungsweise bis 2051 (Anlagehorizont 30 Jahre). Hierfür kommen Beitragserhöhungen in den jeweiligen Jahren oder Steuerzuschüsse in Frage, alternativ könnte der Pflegevorsorgefonds ausgebaut werden, was jedoch eine Beitragserhöhung heute erfordern würde. All diese Varianten sind mit spezifischen Verteilungs- und Anreizwirkungen verbunden, die sich aus Abgabenerhöhungen ergeben können. Diese werden aber im Rahmen der vorliegenden Machbarkeitsstudie nicht diskutiert.

Eine längere Ansparphase und die daraus resultierende größere Kapitalakkumulation könnte möglicherweise über eine flexiblere zeitliche Verteilung der Anlagen eine höhere durchschnittliche jährliche Fonds-Rendite erzielen. Dies würde bedeuten, dass bei gegebenen Mehrfinanzierungsbedarfen weniger Startkapital oder in der Variante mit teilweise zeitlich gestreckter Kreditaufnahme eine geringere jährliche Einzahlung notwendig sein könnten. Da die Finanzierung über Staatsanleihen jedoch über einen ebenfalls längeren Zeitraum erfolgen müsste, könnte der längere Anlagehorizont ebenso die Höhe der Kreditzinsen verändern. Eine genauere Abschätzung dieser Effekte ist aufgrund des sehr langen Zeithorizonts und der damit verbundenen Unsicherheiten nicht möglich.

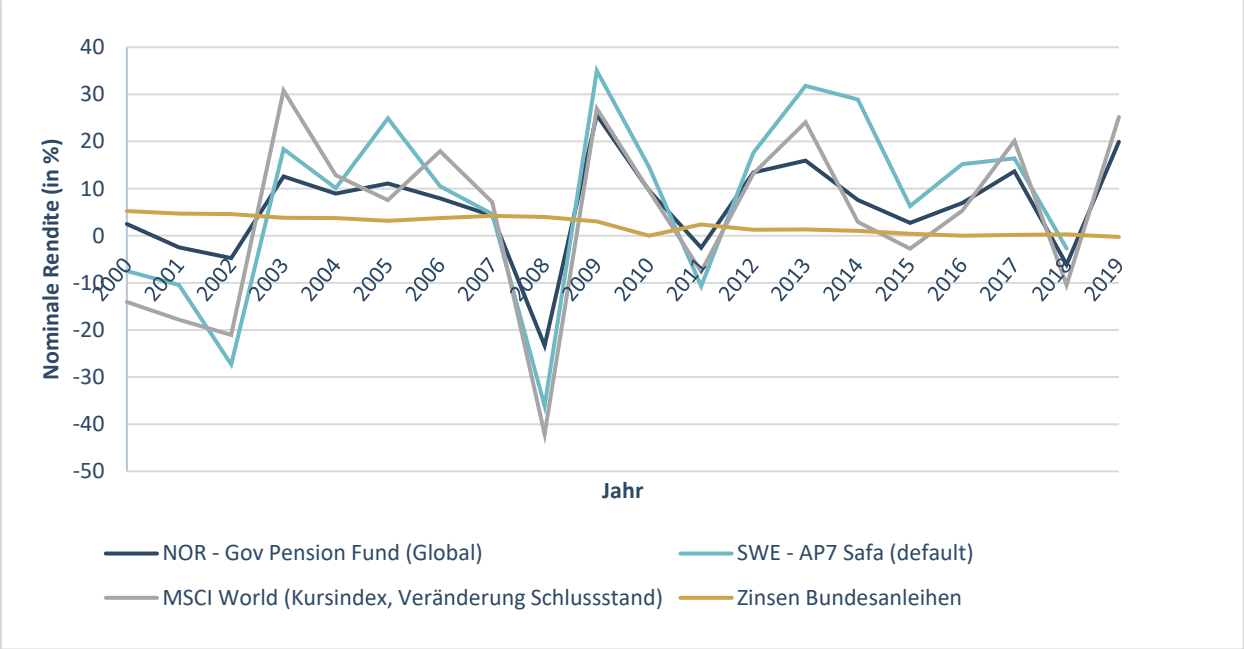
Für die erforderliche Länge des Anlagehorizonts ist die erwartete Kapitalmarktvolatilität entscheidend. Nur wenn erwartet werden kann, dass Schwankungen in kurzen Zeiträumen von einigen Jahren ausgeglichen werden, kann der Fonds bereits mit hoher Wahrscheinlichkeit nach 20 Jahren Zahlungen auf der Basis der erwarteten durchschnittlichen Rendite leisten und die unterstellte Zins-Rendite-Differenz erwirtschaften. Dabei sollte aber bedacht werden, dass der Anlagehorizont in die Auszahlungsphase (mit tilgungsbedingt sinkenden Vermögenswerten) hineinragt.

[10] Die hier diskutierten Modellvarianten sowie die im „Anhang Modellrechnungen“ dokumentierten Szenarien enthalten in eingeschränktem Umfang eine Variation des Anlagehorizonts, da dort zwischen einer sofortigen Kredittilgung im Jahr 2041 und einer gestreckten Tilgung über den Zeitraum 2041 bis 2060 unterschieden wird.

Erwartungen über die künftige Volatilität sind mit großer Unsicherheit behaftet. Anhaltspunkte über künftige Schwankungen in den relevanten Märkten können die Veränderungen von Fondsrenditen und Schuldzinsen in der Vergangenheit liefern. Sofern die Finanzierung allein durch Aufnahme langlaufender Bundesanleihen im Jahr 2021 vorgesehen ist, genügt es, die Fondsrendite zu betrachten. Bei zwei der betrachteten Varianten erfolgt aber eine anteilig gestreckte Kreditaufnahme, so dass zumindest dafür bis zum Jahr 2040 ein Zinsänderungsrisiko besteht.[11]

Abbildung 3-1: Wertentwicklung und Nominalverzinsung

Wertentwicklung der in Tabelle 2-2 aufgeführten Fonds (ohne DK) sowie der Nominalverzinsung von Bundeswertpapieren in Prozent



Anmerkungen: NOR: jährliche nominale Rendite; SWE: nominale Rendite SWE - AP7 Safa (default), MSCI World: Prozentuale Veränderung der Schlussstände eines Jahres (Kursindex, „ohne Dividenden"); Zinsen Bundesanleihen: Umlaufsrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen / Börsennotierte Bundeswertpapiere / Monatsdurchschnitte, Jahreswerte als Mittel der Monatswerte berechnet.
Quellen: Norges Bank Investment Management, 2020a (NOR); Better Finance, 2016 und 2019 (SWE); MSCI/Statista, 2020; Deutsche Bundesbank, 2020b (Zinsen Bundesanleihen); Berechnungen: Hermann Buslei/Anna Hammerschmid/Mia Teschner (DIW)

Ganz offensichtlich gab es in den vergangenen 20 Jahren erhebliche Schwankungen sogar mit zeitweise negativen Renditen selbst bei sehr großen Fonds (Norwegen), insbesondere während der Finanzmarktkrise (Freudenberg, 2017, 299). Zudem werden die für die Anlage relevante Risiken vermutlich in der Zukunft nicht kleiner ausfallen (zum Beispiel aufgrund technologischer Entwicklungen, Handelspolitik, etc.). Allerdings wurde der von der Finanzmarktkrise ausgelöste Einbruch an den Aktienmärkten innerhalb weniger Jahre ausgeglichen (Abbildung 3-1). Das spricht dafür, dass ein Zeitraum von 20 Jahren ausreichend sein könnte, um Kapitalmarktvolatilitäten auch in dieser Frist unter den gegebenen Rendite-erwartungen zu verarbeiten. Deshalb ist prima facie nichts grundsätzlich gegen

[11] Das Argument gilt damit auch für jene Szenarien aus dem „Anhang Modellrechnungen", in denen die Ausgabe der erforderlichen Bundesanleihen zu einem höheren Anteil oder voll umfänglich über den Zeitraum 2021 bis 2040 gestreckt erfolgt.

den hier gewählten Zeitraum von 20 Jahren für die Ausgabe der benötigten Bundesanleihen einzuwenden.

3.3 Pflegevorsorgefonds

Eine Teilkapitaldeckung der SPV existiert bereits, allerdings nicht kredit- sondern beitragsfinanziert. Mit dem ersten Pflegestärkungsgesetz wurde ein „Vorsorgefonds der Sozialen Pflegeversicherung“ eingeführt (§ 131 SGB XI Pflegevorsorgefonds). Er soll die finanziellen Auswirkungen des demografischen Wandels mildern und die Versorgung der geburtenstarken Jahrgänge zwischen 1959 und 1967 unterstützen. Für den Fonds werden seit dem Jahr 2015 über einen Ansparzeitraum von 20 Jahren Rücklagen gebildet. Dafür sind die jährlichen Beitragseinnahmen aus 0,1 Prozentpunkten Beitragssatz zur SPV vorgesehen (§ 135 SGB XI). Dies entspricht derzeit etwa 1,6 Milliarden Euro (BMG, 2020). Für die Auszahlungsphase ist eine jährliche Obergrenze des Auszahlungsbetrags definiert („20. Teil des Realwertes des zum 31. Dezember 2034 vorhandenen Mittelbestandes des Sondervermögens“, § 136 SGB XI). Diese Beitragsfinanzierung des Kapitalstocks kann als intergenerative Verschiebung der künftigen Beitragsbelastungen betrachtet werden. Die Verwaltung und die Anlage der Mittel des Sondervermögens wurden der Deutschen Bundesbank übertragen. Zu den Verwaltungskosten liegen keine Informationen vor. In seiner jetzigen Form bleibt das Volumen der zusätzlichen Mittel überschaubar. Dies gilt insbesondere im Vergleich zu den hier betrachteten Optionen der kapitalgedeckten Finanzierung des durch die Demografie bedingten Mehrfinanzierungsbedarfs in der SPV.

Die Anlage der Mittel des Fonds ist in § 134 SGB XI mit Verweis auf die Anlageregelungen bei verschiedenen Sondervermögen geregelt. Sie soll „unter sinngemäßer Anwendung der Anlagerichtlinien für die Sondervermögen „Versorgungsrücklage des Bundes", „Versorgungsfonds des Bundes", „Versorgungsfonds der Bundesagentur für Arbeit" und „Vorsorgefonds der Sozialen Pflegeversicherung"“ erfolgen. Daraus ergibt sich eine strikte Begrenzung des maximalen Aktienanteils auf 20 Prozent (§ 5 Gesetz über eine Versorgungsrücklage des Bundes (Versorgungsrücklagegesetz – VersRücklG)). Darüber hinaus ist in § 134 SGB XI vorgesehen, in der Auszahlungsphase innerhalb von höchstens 10 Jahren den Abbau des Aktienvermögens vorzunehmen. Diese Regelungen unterscheiden sich damit erheblich von dem hier betrachteten Fonds, der gerade auf die Nutzung der Renditedifferenz zwischen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren (Bundesanleihen) ausgerichtet ist und damit einen deutlich höheren Aktienanteil aufweisen muss.

Andererseits teilen beide Fonds das grundsätzliche Ziel, einen Beitrag zu den Mehrkosten der Pflege im Zuge des demografischen Wandels zu leisten. Daher stellt sich zumindest grundsätzlich die Frage, ob bei Einführung des neuen Fonds der Pflegevorsorgefonds (in genauer zu spezifizierender Weise) in diesen integriert oder ohne wesentliche Veränderungen weitergeführt werden soll.[12] Man könnte vermuten, dass ein „großer“ integrierter Fonds effizienter und damit zu niedrigeren Kosten verwaltet werden kann als zwei separate Fonds. Ein wesentlicher Grund für niedrigere Kosten der integrierten Lösung könnten Skalenerträge etwa bei der Verwaltung der Mittelzuflüsse und der Vermögensanlage sein. Ersteres ist aber dann nicht zu erwarten, wenn in dem integrierten Fonds ein Teil der Mittel über Beiträge (wie bisher im Pflegevorsorgefonds) und der andere über Kreditaufnahme (wie im neuen Fonds vorgesehen) erfolgt. Bei der Kapitalanlage dürften die Einsparungen bei der integrierten Lösung gering sein, wenn beide Teile weiterhin ein, wie oben beschrieben, stark unterschiedliches Portfolio anstreben. Etwas

[12] Grundsätzlich gäbe es auch die Möglichkeit, den Pflegevorsorgefonds aufzulösen. Dabei stellen sich ähnliche Fragen zur Zuordnung der Ansprüche wie im Fall der Integration des Fonds. Daher wird dieser Fall nicht gesondert erörtert.

anderes wäre nur zu erwarten, wenn (statt zweier Fonds unter einem Dach) allein das akkumulierte Vermögen des Pflegevorsorgefonds in den neuen Fonds überführt würde und nach den Regelungen des neuen Fonds angelegt und verwendet würde. Dann stellt sich allerdings die Frage, ob und gegebenenfalls wie unter diesen Bedingungen die bereits bestehenden Ansprüche von Bevölkerungsgruppen gegen den Pflegevorsorgefonds gewahrt werden (können), die aus dem beitragsfinanzierten Kapitalaufbau resultieren. Denn während bei dem etablierten Fonds der Personenkreis der Beitragszahler (Aufbauphase) und Nutznießer (Ausschüttungsphase) identisch ist – abgesehen von den intertemporalen Umverteilungswirkungen, die mit dem Fonds intendiert sind –, wäre zumindest für die Aufbauphase eines neuen Fonds und bei einer gegebenenfalls notwendigen Bürgschaft des Bundes für etwaige Ausfallrisiken der Kreis der letztendlich haftenden Steuerzahler nicht identisch mit dem der Nutznießer, den Versicherten der SPV. In jedem Fall wären für die Integration (sowohl bei der „Dachlösung“ als auch der Übertragung des Vermögens) konzeptionelle sowie rechtliche und verwaltungstechnische Probleme zu lösen. Dabei entstehen Kosten und der Start des neuen Fonds könnte erschwert werden.

Dies spricht – neben einer höheren Transparenz – für eine getrennte Lösung unter Fortführung des Pflegevorsorgefonds. Durch rechtlich getrennte Fonds mit unterschiedlichem Portfolio ergibt sich zudem eine Risikostreuung, was ebenfalls für die getrennte Lösung spricht. Allerdings fällt dieser Vorteil wegen des im Vergleich zum hier diskutierten Fonds geringen Volumens des bereits etablierten Pflegevorsorgefonds wenig ins Gewicht.

4 Diskussion des Investitionsportfolios aus ökonomischer Perspektive

Leitziel des zu konstruierenden Fonds ist die Erzielung der maximalen Rendite, gegeben eine angemessene Risikostruktur. Darüber hinaus spielt für die Gestaltung des Fonds eine wichtige Rolle, ob und wie Aspekte der Ethik und Nachhaltigkeit in die Anlagepolitik eingehen sollen.

Der Fonds kann dabei seine Ziele grundsätzlich mit einer aktiven oder passiven Anlagepolitik verfolgen. In der passiven Anlagestrategie nutzt der Fondsverwalter Investitionen in bestehende Fonds von Drittanbietern, die beispielsweise einen Index (zum Beispiel MSCI, Dow Jones, EURO STOXX 50, S&P 500) abbilden, um sich an der Renditeentwicklung von Investment- oder Immobilienfonds zu beteiligen. In der aktiven Anlagestrategie hingegen wählt der Fonds seine Beteiligungen an Unternehmen, Immobilien und Anleihen selbst aus und hat somit die Möglichkeit, das Investitionsportfolio aktiv zu gestalten und gezielt zu ändern. Dazu gehört neben Nachfrage- und Rendite-Risiko-Überlegungen, dass sich der Fonds auch aktiv von einzelnen Unternehmensbeteiligungen trennen kann, sofern er Risiken auf deren Performance erkennen kann, die aus Strafzahlungen, Embargos, Regulierungen oder allgemeinen Geschäftsentwicklungen erwachsen können. Die aktive Anlagestruktur erlaubt dem Fondmanagement zudem, aktivistisch Stimmrechte wahrzunehmen, um auf die Unternehmen Einfluss zu nehmen. Kritisch sind jedoch bei aktivistischen Strukturen, dass sie einerseits verwaltungsintensiver als passive Fondsstrukturen sind. Andererseits können aktivistische Beteiligungen vor allem im Inland unter Vernachlässigung von Zielen der Renditemaximierung und der Risikostreuung zu einer Zweckentfremdung des Fonds als industriepolitisches Instrument führen.

Zur Diskussion und zum Vergleich verschiedener Lösungsansätze zum Investitionsportfolio und zur Implementierung eines Fonds wird in diesem Kapitel als Benchmark der norwegische Staatsfonds herangezogen, den eine aktivistische Investitionsstruktur mit ethisch-nachhaltigen Anlageausschlüssen kennzeichnet. Der norwegische staatliche Pensionsfonds ist gegenwärtig der größte Staatsfonds der Welt und investiert die staatlichen Öleinnahmen des Landes, um für die Zeit nach der Ölförderung vorzusorgen. Der norwegische Fonds ist somit auf eine lange Laufzeit ausgelegt und beteiligt sich mit bis

zu 70 Prozent an Unternehmen über direkte Aktienanlagen. Er versucht aufgrund der direkten Beteiligung an den Unternehmensrisiken auch über Stimmrechte und Kommunikation Einfluss auf die Unternehmenspolitik zu nehmen. Im Gegensatz dazu verfolgen deutsche Versicherer beispielsweise über einen hohen Anteil an Investmentfonds bevorzugt eine passive Beteiligung an Unternehmen und weisen aufgrund der Regulierung nach Solvency II insgesamt ein eher konservatives Risikoprofil im Investitionsportfolio auf, zu Lasten der Renditechancen.

Im Rahmen dieses Kapitels wird diskutiert, wie nachhaltig-ethische Aspekte bei der Konstruktion des Fonds berücksichtigt werden können, wie die mögliche Risikostruktur des Investitionsportfolios zur Erreichung der Renditeziele aussehen kann, und inwieweit der vorgeschlagene Fonds eher einer aktivistischen oder einer passiven Investitionsstrategie folgen sollte.

4.1 Ethische und globale Rendite

Für die Umsetzung des Pariser Klimaabkommens und den globalen nachhaltigen Entwicklungszielen der Vereinten Nationen und den damit verbundenen notwendigen Investitionen rücken nachhaltige Finanzprodukte immer mehr in den Vordergrund. Das Investitionsportfolio des Fonds soll sich daher zwar darauf konzentrieren, ein optimales Verhältnis aus Rendite und Risiko zu erzielen. Es soll aber die Möglichkeit bestehen, nachhaltig-ethische Aspekte in die Anlagepolitik einzubeziehen. Die nachhaltig-ethischen Aspekte werden im Folgenden verstanden als Anwendung von ESG-Kriterien. Dabei steht ESG für Environment, Social und Governance, somit also für Umwelt, Soziales und Unternehmensführung. Allerdings besteht bisher kein Konsens, wie diese Begriffe zu operationalisieren sind. In den in der Praxis verwendeten Nachhaltigkeitsrankings unterscheiden sich die ESG-Ratings hinsichtlich der verwendeten Kategorien, hinsichtlich der Messung der Nachhaltigkeit innerhalb der Kategorien und hinsichtlich der Gewichtung der einzelnen Variablen (Berg et al., 2019).

Die EU-Kommission hat eine Taxonomie erstellen lassen, um eine einheitliche Klassifikation für nachhaltige Finanzanlagen zur Verfügung zu stellen. Diese folgt im Wesentlichen drei Hauptkriterien (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2019a und 2019b):

- Erstens soll die wirtschaftliche Aktivität einen wesentlichen Beitrag leisten zu mindestens einem der sechs Umweltziele der EU, nämlich Klimaschutz, Anpassung an den Klimawandel, nachhaltige Nutzung und Schonung der Wasser- und Meeresressourcen, Übergang zur Kreislaufwirtschaft, Reduktion der Umweltverschmutzung, Schutz der biologischen Vielfalt und der Ökosysteme.
- Zweitens soll keines dieser Umweltziele wesentlich beeinträchtigt werden (DNSH-Kriterium für Do No Significant Harm).
- Drittens soll die wirtschaftliche Aktivität mit sozialen Mindeststandards für Arbeitnehmer verbunden sein.

Gleichzeitig arbeitet auch die Bundesregierung an einer Sustainable Finance-Strategie. Somit ist zu erwarten, dass ESG-Kriterien in Zukunft bei der Anlage öffentlicher Mittel berücksichtigt werden. Zur Anlagepolitik der öffentlichen Hand schreibt der Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung: „Die öffentliche Hand ist als Kapitalanleger einer der großen institutionellen Investoren in Deutschland. Sie sollte ihre Kapitalanlagen – wie zum Beispiel beim Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung (KENFO) – stringent an den Politikzielen ausrichten und sich zum Beispiel an anspruchsvollen Nachhaltigkeitsbenchmarks (etwa der Climate Transition Benchmark oder der Paris-aligned Benchmark) orientieren, die von der Technischen Expertengruppe der EU-Kommission erarbeitet wurden. […] Auf Ebene des Bundes und der Länder sollte ein gemeinsames Verständnis über die Kapitalanlagestrategie hergestellt werden“ (Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung, 2020, 43 f.).

Implementierung einer ethisch-nachhaltigen Anlagepolitik
Hinsichtlich der Implementierung einer Politik, die sich an ESG-Kriterien orientiert, bestehen verschiedene Ansätze. Erstens könnten Anlagen ausgeschlossen werden, welche die Kriterien verletzen (Negativliste). Zweitens könnten Anlagen sich beschränken auf Unternehmen, die hinsichtlich der Kriterien besonders gut abschneiden (Positivliste). Drittens könnten Stimmrechte verwendet werden, um die Unternehmenspolitik in der gewünschten Richtung zu beeinflussen (Aktivistische Investitionspolitik).

Der norwegische Staatsfonds verwendet nach eigenen Angaben eine aktivistische Investitionspolitik (Norges Bank Investment Management, 2020b), nutzt aber vor allem eine Negativliste, die Unternehmen auf Basis der im Folgenden bezeichneten Kriterien ausschließt. Das Management des norwegischen Staatsfonds hat in seinen Anlagerichtlinien einen Ausschluss von Unternehmen vorgesehen, die fundamentale ethische Normen verletzen oder substanzielle Kosten für die Gesellschaft hervorrufen (Norges Bank Investment Management, 2020f und 2020g):

- Produktbasierter Ausschluss: Der Fonds darf nicht in Unternehmen investieren, die spezielle Arten von Waffen produzieren (Nuklearwaffen oder Clustermunition) oder Waffen an bestimmte Länder liefern. Auch Tabakhersteller werden ausgeschlossen. Zudem investiert der Fonds nicht in Unternehmen, die 30 Prozent oder mehr ihrer Einnahmen aus dem Abbau von Kohle erzielen oder 30 Prozent oder mehr ihrer Einnahmen aus der Kohleverstromung erzielen.
- Verhaltensbasierter Ausschluss: Unternehmen können von einer Investition des Fonds ausgeschlossen werden, wenn ihr Verhalten gegen ethische Normen verstößt. Darunter fallen Korruption oder die Verletzung von Menschenrechten.
- Risikobasierter Ausschluss: Vom Ausschluss von der Investition sind auch Unternehmen betroffen, deren Geschäftsmodell das Management des Fonds als nicht nachhaltig erachtet, oder von dem es finanzielle Risiken, zum Beispiel durch Strafzahlungen, erwartet. Hierunter fallen aber ebenfalls Unternehmen, deren Geschäftstätigkeit negative externe Effekte mit sich zieht oder die einer nachhaltigen wirtschaftlichen Entwicklung entgegensteht.

Tabelle 4.1 gibt einen Überblick über die relative quantitative Bedeutung der Ausschlussgründe im norwegischen Staatsfonds, wobei auch Unternehmen aufgeführt sind, die gegenwärtig unter Beobachtung stehen.

Will man derartige nachhaltig-ethische Kriterien implementieren, bietet sich folgendes Vorgehen an: Die Satzung des Fonds sollte die Anlagegrundsätze vorgeben. Die Konkretisierung erfolgt im Anlageausschuss, zum Beispiel unter Verwendung der ESG-Kriterien aus der Taxonomie. Darüber hinaus sollte im Rahmen der Governance des Fonds die Einhaltung der Anlagegrundsätze überprüft werden. Während in einer aktivistischen Anlagestrategie die Beteiligungen direkt gesteuert werden können, müsste eine passive Beteiligung (zum Beispiel über Investmentfonds) die Zusammensetzung des Fonds laufend prüfen. Jedoch entstehen auf dem Markt zunehmend Indexfonds von Drittanbietern, die ethisch-nachhaltige Anlagegrundsätze in ihrer Fondsstruktur berücksichtigen. Im Zuge einer passiven Anlagestrategie gilt es zu prüfen, welche bestehenden Fondsstrukturen auf dem Markt die eigenen Anlageausschlusskriterien erfüllen.

Tabelle 4-1: Vom norwegischen Staatsfonds ausgeschlossene und unter Beobachtung stehende Unternehmen

Grund für Ausschluss	Anzahl der Unternehmen
Kohle und Kohleverstromung	90
Produktion von Nuklearwaffen	14
Herstellung von Tabak	16
Starke Umweltverschmutzung	23
Verletzung der Menschenrechte	13
Treibhausgasemissionen	2
Herstellung von Clustermunition	3
Korruption	3
Verletzung von Rechten in Kriegssituationen	1
Andere ethische Gründe	2

Quellen: Norges Bank Investment Management, 2020g; eigene Berechnungen

Beurteilung umwelt- und sozialpolitischer Wirkungen

Grundsätzlich ist zu beachten, dass durch die Verwendung derartiger Kriterien bei der Kapitalanlage des zu errichtenden Staatsfonds keine direkte Wirkung auf mögliche umweltpolitische oder sozialpolitische Ziele erreichbar ist. Sollte eine Verbesserung der Umweltqualität die Motivation des Staates sein, sind die gängigen umweltpolitischen Instrumente dafür wesentlich geeigneter; im Übrigen ist auch hier auf das *Tinbergen*-Prinzip zu verweisen. Dies wären Steuern auf Emissionen, Implementation eines Systems handelbarer Emissionszertifikate, Setzung technischer Standards und gegebenenfalls Zuweisung von Extraktionsrechten. So sollte zum Beispiel im Fall des norwegischen Staatsfonds bereits eine Anpassung der Extraktionsrechte der norwegischen Öl- und Gasvorkommen im Sinne einer moderaten Verlangsamung eine wesentlich stärker dämpfende Wirkung auf den Treibhauseffekt entfalten als durch alle Anlageausschlüsse im norwegischen Staatsfonds zusammen.

Analoges gilt für den Sozialbereich, für den es im Inland eine wirksame Regulierungskompetenz des Gesetzgebers gibt. Somit dürften Anlagevorschriften im Rahmen eines Staatsfonds in dieser Hinsicht wirkungslos bleiben. Es erscheint problematisch, mittels der Beteiligung an ausländischen Unternehmen Änderungen der sozialen Standards im Ausland anzustreben.

Grundsätzlich besteht aber durchaus die Möglichkeit, im Rahmen eines aktivistischen Fonds über Stimmrechte und Aufsichtsratsmandate Entscheidungen im Sinne des Nachhaltigkeitsansatzes gezielt in Unternehmen herbeizuführen. Ein derartiges Bemühen könnte allerdings speziell im Fall von Beteiligungen im eigenen Binnenmarkt einer Industriepolitik über den zu errichtenden Fonds Tür und Tor öffnen, die regelmäßig mit Zielen verbunden wären (etwa Arbeitsplatzsicherung im Inland, Förderung bestimmter Branchen), die gegebenenfalls mit dem Renditeziel in einer Konkurrenzbeziehung stehen.

Hinsichtlich der ethisch motivierten Ausschlüsse, die sich auf die Gestaltung der Unternehmensführung beziehen, sind keine wesentlichen Effekte zu erwarten, die über die Mechanismen des Marktes hinausgehen. So können ESG-Kriterien erst im Nachhinein Fonds davor schützen, Wertpapiere von

Unternehmen zu erwerben, die betrügerisch agieren (zum Beispiel Genussscheine von Prokon, Aktien von Wirecard).

Ökonomische Beurteilung

Die Motivation hinter den Ausschlüssen der Unternehmensanlagen des norwegischen Staatsfonds ist im Wesentlichen renditegetrieben oder im Sinne der Verringerung von Risiken. Eine ethisch-nachhaltige Anlagestrategie dient dabei insbesondere der Reduzierung langfristiger Stabilitätsrisiken des Fonds. Ausschlüsse werden dort vorgenommen, wo Geschäfte gegebenenfalls verboten werden können (Verkauf von Rüstungsgütern, Zigaretten etc.) oder aber ein bedeutendes Risiko von Straf- oder Entschädigungszahlungen beinhalten. Die Erwartung ist dann, dass sich dies mittelfristig negativ auf die Performance des Unternehmens auswirkt. Gleiches gilt für Anleihen und Unternehmensanlagen, deren langfristige Rendite etwa aufgrund von zunehmenden Klima- und Umweltrisiken sowie mögliche politische Gegenmaßnahmen einem höheren Ausfallrisiko ausgesetzt sind.

Soweit die Berücksichtigung nachhaltig-ethischer Aspekte wie im Beispiel der Implementierung durch den norwegischen Staatsfonds nur eine überschaubare Minderheit von Aktien, Anleihen und Immobilien als Investitionsobjekte ausschließt, sollte es keine systematischen Effekte auf die Rendite des Portfolios geben, sofern sich die längerfristigen Kapitalrenditen der Unternehmen nicht unterscheiden. Dies gilt sogar dann, wenn nach ethischen Kriterien ausgerichtete Fonds eine beachtliche Marktmacht entfalten. Bevor die entsprechend von ethisch orientierten Fonds ausgeschlossenen Unternehmen im Kurswert deutlich zurückfallen könnten, würden rein renditeorientierte Anleger günstige Kaufgelegenheiten nutzen und entsprechend den Ausfall der Nachfrage nach diesen Anlagen kompensieren.

Tatsächlich zeigt die überwiegende Mehrheit der Studien bisher sogar eine höhere Rendite bei nachhaltigen Investments (Friede/Busch/Bassen, 2015), ohne jedoch einen kausalen Zusammenhang zu ermitteln. Selektionseffekte in einem bislang kleinen Marktsegment könnten eine Rolle spielen. Dazu zählt beispielsweise, dass gerade erfolgreiche Unternehmen stärker geneigt sind, ihre Prozesse und Produkte umzustellen, um die Nachhaltigkeitskriterien zu erfüllen. Insofern ist in der Zukunft keine systematische Abweichung der Rentabilität eines nachhaltig investierenden Fonds von einem konventionellen Fonds zu erwarten, insbesondere keine längerfristige Überrendite. Vor allem bei engeren nachhaltigkeitsorientierten Anlagestrategien ist darüber hinaus zu bedenken, dass bei gegebenen Renditeerwartungen die Risikostreuung nicht vernachlässigt werden sollte.

Die Kosten eines nachhaltig-ethisch orientierten Fonds liegen bei einer hinreichend breiten Klasse von verbleibenden Anlagen weniger in den Anlageobjekten als vielmehr in der Durchführung der gewählten Politik. Neben dem von der Detailliertheit der Kriterien abhängenden Verwaltungsaufwand könnte auch eine beschränkende Neudefinition den kurzfristigen Verkauf eines Vermögenobjekts mit erheblichen Preisabschlägen beinhalten. Ein weiteres Risiko könnte in einer starken Beschränkung der Anlageobjekte bestehen, zum Beispiel eine ausschließliche Investition im Bereich erneuerbarer Energien. Ein solches Portfolio sollte stärkeren Renditeschwankungen unterworfen sein als im Fall einer breiteren Streuung.

Empfehlungen

1. Die bevorzugte Alternative besteht darin, den Fonds passiv auszurichten. Damit werden vorhandene Indizes (zum Beispiel MSCI) bevorzugt in nachhaltigen Varianten durch Fondsanteile oder Zertifikate nachgebildet, die einen möglichen eigenen ethisch-nachhaltigen Anlageausschluss berücksichtigen. Die passive Strategie ermöglicht einerseits eine breite Streuung der Anlagen und ist andererseits mit besonders geringen Verwaltungskosten verbunden. Ferner reduziert dies das Risiko einer unerwünschten politischen Einflussnahme auf die Anlagepolitik.

2. Eine weitere zu berücksichtigende Alternative besteht im Erwerb von Einzelwerten unter Verwendung einer Negativliste für auszuschließende Werte, wie etwa im norwegischen Fonds, mit Verzicht auf Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik. Dies erlaubt eine Feinjustierung der Anlagepolitik nach ESG-Kriterien, allerdings zum Preis erhöhter Verwaltungskosten relativ zur ersten Alternative und der Gefahr einer stärkeren politischen Einflussnahme.

Eine aktivistische Anlagestruktur könnte die Politik dagegen dazu verleiten, den Fonds als industriepolitisches Instrument zweckentfremden zu wollen. Ein Anlageausschluss für Investitionen im EU-Binnenmarkt wäre zwar möglich, hätte jedoch Auswirkungen auf die Risikostruktur des Portfolios. Entsprechend wird abgeraten von Versuchen, im Sinne eines aktivistischen Investors in die Unternehmenspolitik einzugreifen, was Verwaltungskosten weiter in die Höhe treiben könnte, sehr wahrscheinlich aber aufgrund politischer Einflussnahme zu Lasten der zu erzielenden Rendite und Risikostreuung gehen könnte. Ferner wird die Verwendung einer Negativliste in der Formulierung des Anlageausschlusses der Nutzung einer Positivliste von Unternehmenstiteln vorgezogen, weil dies nach aller Voraussicht eine breitere Streuung der Kapitalanlage ermöglicht.

4.2 Risikostruktur des Portfolios

Hinsichtlich der anzustrebenden Risikostruktur des zu errichtenden Fonds muss beachtet werden, dass im Allgemeinen eine höhere erwartete Rendite nur mit einem höheren Risiko, mithin größeren Schwankungen der Erträge oder einer geringen Liquidität, wie im Fall von Immobilien und Infrastrukturinvestments, erreichbar ist. Höhere Volatilitäten sind in der Regel unerwünscht, da im Fall einer ungünstigen Performance, insbesondere in zeitlicher Nähe zu den geplanten Auszahlungszeitpunkten, kurzfristige Zuschüsse des Staates oder Beitragserhöhungen zur Pflegeversicherung erforderlich sein könnten.

In der Vergangenheit haben sich Aktien über lange Fristen als ertragreicher erwiesen als Anleihen und Immobilienbeteiligungen. Umgekehrt dazu verhalten sich die Schwankungen der Rendite, die im Fall von Anleihen und Immobilien geringer ausfallen als bei Aktien. Deshalb ist eine gängige Strategie des Portfoliomanagements, die Renditeschwankungen von Aktieninvestments durch Beimischung von Anleihen und Immobilien zu reduzieren. Jede dieser Anlageformen weist allerdings spezifische Risiken auf, die im Allgemeinen nicht stark gleichgerichtet mit den Erträgen der Unternehmen schwanken. Somit wird die Beimischung durch Anleihen und Immobilien das Ertragsrisiko des Portfolios aus zwei Gründen reduzieren: Erstens durch die geringeren Risiken innerhalb der Anlageklasse relativ zu Aktien, zweitens durch die Verringerung der positiven Verbundenheit der Erträge. Eine theoretisch wünschenswerte Reduktion der Ertragsrisiken gegen Null kann dabei in aller Regel nicht erreicht werden. Dies liegt vor allem an der Möglichkeit steigender Marktzinsen, die gewöhnlich die Marktpreise aller bereits getätigten Anlagen in Aktien, Anleihen und Immobilien reduziert.

Zwei Besonderheiten des zu errichtenden Fonds geben Hinweise darauf, dass gewisse erhöhte Ertragsrisiken toleriert werden können. Erstens wird eine unbefristete Laufzeit mit langem Anlagehorizont angestrebt, so dass es leichter fällt, Verluste in einzelnen Jahren durch Gewinne in anderen Jahren auszugleichen. Zweitens kann der Staat als Eigentümer die Funktion eines Versicherers selbst übernehmen und müsste dann in für den Fonds verlustreichen Jahren Ausgleichszahlungen leisten, die wiederum im Zeitablauf durch Abschöpfung von Gewinnen in Jahren mit deutlich über der Kalkulation liegenden Renditen ausgeglichen werden.

Aus diesen Beobachtungen folgt, dass Umschichtungen im Portfolio des Fonds zugunsten risikoärmerer Anlagen in zeitlicher Nähe zu den ersten Auszahlungen an die SPV nicht erforderlich sind. Ferner

erscheint es unnötig, durch einen geringen Anteil an Aktien beziehungsweise Aktienfonds oder die Aufnahme von Optionen ins Portfolio zur Begrenzung des Verlustrisikos die Wahrscheinlichkeit eines benötigten Liquiditätszuschusses gegen Null zu drücken. Gleichzeitig sollte aber nicht in hochspekulative Vermögensklassen investiert werden.

Hinsichtlich eines Regulierungsrahmens empfiehlt es sich, vor dem Hintergrund der Erfahrungen der vergangenen 30 Jahre mit stark variierenden Marktumfeldern – mit einer Hochzinsphase nach der deutschen Einheit und der extremen Niedrigzinsphase seit einigen Jahren – eine ausreichende Flexibilität in der Investitionspolitik des Fonds vorzusehen, um insbesondere bei starken Ausschlägen der Kurse in einzelnen Vermögensklassen die Anlagenanteile anzupassen.

Einen Orientierungsrahmen zu Regulierungsalternativen bietet einerseits die Regulierung zur Kapitalanlage in der deutschen privaten Pflegeversicherung, die hinsichtlich der Zweckbestimmung der Reduzierung von Pflegeversicherungsbeiträgen im Alter thematisch mit dem hier vorgesehenen Fonds vergleichbar ist. Andererseits erscheint der norwegische Staatsfonds interessant, weil er ein besonders transparenter und dem Anlagevolumen nach großer Staatsfonds ist.

Das Portfolio des norwegischen Staatsfonds basiert gegenwärtig zu ungefähr 70 Prozent aus ausländischen Aktien von etwa 8.500 Einzelwerten aus 25 Währungsräumen, zu 27 Prozent aus ausländischen Staats- und Unternehmensanleihen mit etwa 2.000 Titeln aus 34 Währungsräumen, und zu etwa 3 Prozent aus ausländischen Immobilien, darunter Bürogebäude, Handels-, Logistik- und Wohnimmobilien, sowie Infrastrukturbeteiligungen (Norges Bank Investment Management, 2020c, 2020d, 2020e). Aufgrund des hohen Aktienanteils ist es in den vergangenen beiden Jahrzehnten zu erheblichen Schwankungen in der Rendite gekommen.

Hinsichtlich der Aufgabenstellung der zuverlässigen Beitragsstabilisierung muss der Aktienanteil im norwegischen Staatsfonds als ausgesprochen hoch bewertet werden, was ein Vergleich mit deutschen Versicherern zeigt. Diese kommen als Referenz in Betracht, weil sie ähnlich dem Fonds langfristige Kapitalanleger sind, die gleichzeitig eine hohe Duration auf der Finanzierungsseite haben. Aufgrund der Regulierung nach Solvency II findet sich eine erheblich konservativere Anlagepolitik bei den deutschen privaten Krankenversicherern, die auch die private Pflegeversicherung anbieten. Gemäß der Zeitwerte Ende 2018 besteht 1 Prozent des Portfolios aus Immobilien, 5,6 Prozent aus Kapitalanlagen in verbundenen Unternehmen und Beteiligungen, lediglich 0,1 Prozent aus Aktien, 32,8 Prozent aus Investmentanteilen, 16,7 Prozent aus Inhaberschuldverschreibungen und weiteren festverzinslichen Wertpapieren und 43 Prozent aus sonstigen Kapitalanlagen (BaFin, 2019, Tabelle 17).

Lösungsvorschläge zur Organisation

Während eine planmäßige Umschichtung von volatileren Anlagen mit höherer erwarteter Rendite (Aktien und Aktienfonds) zu weniger volatilen Anlagen mit geringerer erwarteter Rendite aufgrund der Planung zur Errichtung eines „ewigen“ Fonds nicht erforderlich ist, erscheint es sinnvoll, die Anlagestrategie kurzfristig flexibel zu gestalten. Damit soll die Möglichkeit eröffnet werden, auf offenkundige Marktübertreibungen wie zum Beispiel den Einbruch der Aktienkurse während der Corona-Krise oder aber die Blasenbildung der New Economy Anfang der 2000er Jahre durch Variation der Neuanlagen oder gegebenenfalls auch durch Umschichtung zu reagieren. Gleichzeitig geht das Bestreben dahin, häufiges Umschichten zu vermeiden, um im Interesse der Rendite Verwaltungs- und Transaktionskosten gering zu halten sowie Verunsicherungen der Finanzmärkte zu vermeiden. Man könnte analog zum Vorgehen des norwegischen Staatsfonds das Management der Deutschen Bundesbank zuordnen, die wiederum für das operative Geschäft private Vermögensverwalter

beauftragen kann, wobei die Deutsche Bundesbank den Verwaltungskostenanteil vorgibt oder zum Gegenstand eines Bieterverfahrens macht.

Die Richtlinien für die Fondsverwaltung könnten dabei wie folgt spezifiziert werden:

- Vorgabe eines Korridors für Vermögensanteile (zum Beispiel 60-75 Prozent Aktien, 20-35 Prozent Anleihen, 2-10 Prozent Immobilien), wobei dieser Korridor von der erwünschten Risikostruktur abhängt und nur sporadisch in mehrjährigem Abstand überprüft wird. Bei einer passiven Anlagestrategie wäre die Fondsauswahl für die Investitionen so zu treffen, dass damit die vorgegebene Risikostruktur abgebildet wird.
- Vollkommene Freiheit für den Fondsverwalter hinsichtlich der zu wählenden Anteile der zuvor für zulässig erklärten Anlageklassen.

Es besteht bei derartiger Delegation des Fondsmanagements die Gefahr, dass der Verwalter dazu neigt, das Portfolio besonders risikoreich auszugestalten, weil es an Verlusten im Portfolio nur beschränkt beteiligt werden kann. Um diesen Anreiz nicht noch weiter zu befördern, erscheint eine fixe oder jedenfalls renditeunabhängige Entlohnung angemessen. Um umgekehrt den Anreiz zu erhalten, sich im Hinblick auf die Rendite des Portfolios anzustrengen, kann die Verwaltung wiederholt befristet ausgeschrieben werden – zum Beispiel auf jeweils drei Jahre.

5 Rechtliche Aspekte eines Fonds zur kapitalgedeckten Finanzierung von Pflegekosten

Die Errichtung und der Betrieb des Fonds wirft – in Abhängigkeit von zahlreichen politischen Grundsatzentscheidungen und Feinjustierungen – neben den ökonomischen Überlegungen zahlreiche, durchaus heterogene Rechtsfragen auf. Zentral sind die verfassungsrechtlichen Rahmenregeln (Grundrechte, Rechtsstaatsprinzip, Demokratieprinzip, bundesstaatliche Finanzverfassung) und das Unionsrecht (Wettbewerbsrecht, insbesondere Beihilfenverbot). Ergänzend sind bei der Umsetzung unter Umständen Fragen des Kapitalgesellschaftsrechts, des Kapitalmarktrechts, des öffentlichen Haushaltsrechts und insbesondere des Sozialrechts zu bedenken. Für diese zentralen, aber nicht für alle diese Teilrechtsgebiete hat das Konsortium Professor Dr. *Ekkehart Reimer* um ein Untergutachten gebeten[13], dessen wesentliche Ergebnisse der folgenden Konzeption zugrunde liegen.

5.1 Unabhängigkeit

Fonds sind Vermögensmassen, die entweder rechtlich selbständig oder nur haushaltsrechtlich und buchhalterisch separiert, aber nicht mit eigener Rechtsfähigkeit ausgestattete Sparten einer anderweitig gegründeten juristischen Person sind. Die Entscheidung zwischen Unselbständigkeit und Selbständigkeit und – für den Fall der Selbständigkeit – die Wahl einer passenden Rechtsform sind von zentraler Bedeutung für die Folgefrage, welche weiteren Teilrechtsordnungen und konkreten Regelungen Anwendung finden.

Mit Blick auf signifikante Unterschiede des hier konzipierten Fonds von der SPV nach SGB XI im Allgemeinen und ihrem unselbständigen Sondervermögen „Pflegevorsorgefonds“ (§§ 131 ff. SGB XI) im Besonderen sind weder die Nutzung dieses bestehenden Sondervermögens noch die Errichtung eines unselbständigen „Schwester-Sondervermögens“ nach dem Vorbild des Pflegevorsorgefonds zielführend und ebenso wenig aus ökonomischen Gründen zu empfehlen (siehe Kapitel 3.3). Der neue Fonds

[13] Untergutachten „Finanzverfassungsrechtliche Rahmenbedingungen und legistische Optionen“ (der Machbarkeitsstudie als separates Dokument beigefügt).

„Kapitalgedeckt finanzierte Pflegekosten“ soll sich in großem Umfang verschulden sowie eine von § 134 SGB XI abweichende Anlagestrategie verfolgen können und einer anderen institutionellen Architektur folgen. Das spricht für ein höheres Maß an rechtlicher Verselbständigung.

In seinem Untergutachten weist *Reimer* überzeugend auf zwei alternative Errichtungspfade hin: Denkbar ist einerseits die öffentlich-rechtliche Gründung des Fonds als selbständiges Sondervermögen, andererseits die Gründung einer juristischen Person (Kapitalgesellschaft oder Stiftung) des privaten Rechts. Für die Finanzierung einer juristischen Person (Kapitalgesellschaft oder Stiftung) des privaten Rechts kommt die Aufnahme von Bundesanleihen nicht, jedenfalls nicht ohne Weiteres in Betracht. Es liegt näher, für diesen Fall auf die Aufnahme von Anleihen durch das neu gegründete Privatrechtssubjekt selbst in den Handlungsformen des Privatrechts zu setzen. Der Fonds müsste aber mit einer Patronatserklärung oder einer Bürgschaft des Bundes ausgestattet sein, um an der Bonität der Bundesrepublik Deutschland auf den Kapitalmärkten teilhaben zu können. Unter den unterschiedlichen zivilrechtlichen Rechtsformen kämen eine Aktiengesellschaft (AG) oder eine Europäische Gesellschaft (SE) in Betracht, wenn die Anteile frei handelbar, der Bund also nicht – oder jedenfalls nicht auf Dauer – alleiniger Anteilsinhaber sein soll. Gerade das ist aber mit Blick auf die Auskehrung der Gewinne des Fonds und insbesondere die Möglichkeit einer Auskehrung in die SPV hinein erwünscht, sodass die Rechtsform einer AG oder SE unnötig teuer und kompliziert wäre. Daher bietet sich als privatrechtliche Rechtsform insbesondere die nicht publizitätspflichtige Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) an.

Wird der Fonds dagegen in der Rechtsform eines selbständigen öffentlich-rechtlichen Sondervermögens des Bundes errichtet, können zu seiner Finanzierung Bundesanleihen begeben werden. Zugleich übernimmt der Bund die – für jedes seiner Sondervermögen bestehende – allgemeine Gewährträgerhaftung.

5.2 Governance

Von der Rechtsformwahl ist die innere Verfassung und Organisation des Fonds abhängig. Wählt die Politik die Rechtsform einer Kapitalgesellschaft oder genauer einer GmbH, wird der Fonds von deren Geschäftsführung geleitet. Sie besteht – nach näherer Maßgabe der Satzung, die der Bund vorgibt – aus einer oder mehreren natürlichen Personen. Der Bund behält als Alleingesellschafter bestimmenden Einfluss auf die Auswahl der Geschäftsführer und auf deren Geschäftsführungsgebaren. Er hat volle Durchgriffsrechte und muss diese – insbesondere mit Blick auf die Zielerreichung, die Einhaltung grundrechtlicher und gesetzlicher Vorgaben – aktiv ausüben. Dazu kann er in der Satzung der GmbH einen Beirat als reines Aufsichtsgremium oder als ein demgegenüber nochmals gestärktes Organ der Willensbildung auf Gesellschafterseite errichten. Einzelheiten sind Sache der Satzung, die von einem Notar zu beurkunden ist. Die Geschäftsführung wird ihrerseits die Möglichkeit und die Mittel erhalten, eine professionelle Verwaltung des Fonds einzurichten und die dafür erforderlichen Mitarbeiter einzustellen und/oder externe Expertise in Anspruch zu nehmen. Zur Erzielung von Synergieeffekten kommt eine Kooperation mit anderen Privatrechtssubjekten (etwa die Deutsche Finanzagentur GmbH), ebenso aber mit öffentlichen Stellen (insbesondere dem Pflegevorsorgefonds) in Betracht.

Noch freier ist der Gesetzgeber, wenn er ein öffentlich-rechtliches Gründungsstatut wählt und den Fonds in der Rechtsform eines selbständigen Sondervermögens (Extrahaushalt) des öffentlichen Rechts errichtet. In dieser Variante stehen dem Gesetzgeber unterschiedliche Governance-Modelle zur Verfügung; das zeigt der Blick in die zweistellige Anzahl bestehender Sondervermögen des Bundes (Maier-Bledjian 2011, 29 ff.). In vielen Fällen erhält das Sondervermögen keine eigene Betriebs- oder

Geschäftsleitung, sondern wird von der Ministerialverwaltung, einer obersten Bundesbehörde, einer anderen Behörde oder einem Treuhänder geführt.

Für den hier konzipierten Fonds liegt aber schon wegen seiner wirtschaftlichen Größe eine eigenständige, professionelle und spezialisierte Eigenverwaltung nahe, die allerdings unter effektiver Aufsicht der Bundesregierung und der zuständigen Ressorts steht. Diese Eigenverwaltung muss mehrgliedrig verfasst sein. Ihre Verfassung kann sich an bewährten Prinzipien des Verwaltungsorganisationsrechts orientieren. Personalwirtschaftlich liegen aber privatrechtliche Anstellungsverhältnisse (vgl. Deutsche Finanzagentur GmbH) näher als öffentlich-rechtliche Dienst- und Treueverhältnisse im Sinne des Art. 33 Abs. 4 und Abs. 5 GG.

5.3 Schuldenbremse

Wie *Reimer* näher darlegt, ist die Kreditaufnahme in den Fonds hinein an der gesamtstaatlichen (Art. 109 Abs. 3 GG) und der für die Bundesebene geltenden (Art. 115 Abs. 2 GG) Schuldenbremse zu messen, wenn der Fonds in öffentlich-rechtlicher Form als Sondervermögen verfasst ist. Dagegen bietet die „Flucht in das Privatrecht“ die Möglichkeit der eigenen Kreditaufnahme durch den Fonds, ohne dass die öffentliche Hand als solche (namentlich Bund oder Länder) „Einnahmen aus Krediten“ erzielten. Die bloße Übernahme von Gewährleistungen, wie sie zum Beispiel mit der Abgabe einer Patronatserklärung verbunden wäre, fällt nicht unter Art. 109 Abs. 3, 115 Abs. 2 GG, unterliegt also nicht dem verfassungsrechtlichen Neuverschuldungsverbot. Unabhängig von der Wahl der Rechtsform können sich Auswirkungen auf Schuldenstand gemäß unionsrechtlicher Vorgaben ergeben. So werden Bürgschaftsverpflichtungen bei der Feststellung der Schuldenstandquote berücksichtigt. Mögliche Zahlungsverpflichtungen können bei Bürgschaften und Garantien insbesondere daraus erwachsen, dass sich die Bewertung der Aktiva, also die im Zuge der technischen Bilanzverlängerung aufgebauten Vermögensbestände, im Wert schlechter entwickeln kann als in den Modellrechnungen unterstellt und sich deshalb dauerhafte Defizitsalden aus der Gegenüberstellung mit der entsprechenden Passivposition ergeben (siehe Kapitel 2.2.2, 13 ff.).

Für die beiden öffentlich-rechtlichen Optionen (unselbständiges oder selbständiges Sondervermögen) ist hingegen gemäß den Ausführungen von *Reimer* eine Verfassungsänderung anzuraten. Gemäß Art. 143d Abs. 1 S. 2 Halbsatz 2 GG werden unselbständige Sondervermögen von Art. 109 und Art. 115 GG erfasst und unterliegen somit den Beschränkungen durch die Schuldenbremse. Für selbständige Sondervermögen ist dies nach *Reimers* Auffassung zwar nicht eindeutig. Er favorisiert jedoch eine Verfassungsauslegung, gemäß der der Gesetzgeber mit der Regeldefizitgrenze der Schuldenbremse in Höhe von (strukturell) 0,35 Prozent für den Bund und dem strukturellen Haushaltsausgleich für die Länder ursprünglich eine Beschränkung von 0,5 Prozent für den Gesamtstaat im Blick hatte. Die für die Länder vorgesehene Grenze von 0,15 Prozent wurde im Verlauf der Beratungen aus reinen Praktikabilitätsgründen auf die strukturelle Null angehoben.

Für diese beabsichtigte gesamtstaatliche Begrenzung einer fundierten Kreditaufnahme (ausgenommen sind finanzielle Transaktionen) spricht außerdem die später unter tätiger Mithilfe des Bundes festgelegte unionsrechtliche Obergrenze des zulässigen strukturellen Defizits des Fiskalpakts, die ebenfalls 0,5 Prozent für den Gesamtstaat beträgt. Dies bezieht die Haushalte der gesetzlichen Sozialversicherungen mit ein, die im Übrigen nach deutschem Recht nur sehr eingeschränkte und temporäre Möglichkeiten zur Verschuldung besitzen. Von Anfang an, so *Reimer*, war also nicht an eine Separierung der Nebenhaushalte gedacht. Art. 109 Abs. 3 GG dürfte sich somit auf die gesetzlichen Sozialversicherungen erstrecken.

Nicht zuletzt angesichts des Volumens der Schuldenaufnahme (siehe Kapitel 2.2.2.), die zur Finanzierung eines Fonds zur kapitalgedeckten Finanzierung von Pflegekosten erforderlich sein wird, ist im Sinne des Umgehungsschutzes davon auszugehen, dass zur Einrichtung des Fonds eine Grundgesetzänderung erforderlich wird.

5.4 Haushaltsrechtliche Fragen und Gerichtsbarkeit

Wird der Fonds in der Rechtsform einer GmbH errichtet, folgen Finanz- und Wirtschaftsplanung, laufende Rechnungslegung und die Erstellung von Jahresabschlüssen (Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung) und Lageberichten den Vorschriften der §§ 264 ff. HGB. Gefordert ist eine doppelte Buchführung unter Beachtung aller branchen- und größenspezifischen Besonderheiten. Im Sinne der handelsrechtlichen demokratischen Kontrolle müssen die Geschäftsführer den Entwurf von Jahresabschluss und Lagebericht zunächst einem Abschlussprüfer übermitteln, sodann – mit dem Prüfbericht – unverzüglich den Bundesvertretern im Lenkungsausschuss oder Beirat. Diese sind für die Feststellung des Jahresabschlusses verantwortlich (§ 42a Abs. 2 HGB). Die Bundesvertreter haben ihre Aufsichts- und Kontrollrechte zeitnah und mit hoher Sorgfalt auszuüben.

In der Rechtsform des selbständigen Sondervermögens unterliegt der Fonds nicht denselben Regelungen wie der Bundeshaushalt als ganzer. Vielmehr gibt § 26 Abs. 2 Satz 2 BHO vor, dass das Sondervermögen Übersichten über die Einnahmen, Ausgaben und Verpflichtungsermächtigungen zu erstellen hat. Diese sind dem Bundeshaushaltsplan als Anlagen beizufügen oder in dessen Erläuterungen aufzunehmen. Im Bundeshaushaltsplan sind aber etwaige Zuführungen und Ablieferungen in das/aus dem Sondervermögen zu veranschlagen (§ 26 Abs. 2 Satz 1 BHO).

In beiden Rechtsformen muss die interne, bei einem öffentlich-rechtlichen Sondervermögen im gesetzlichen Gründungsstatut niederzulegende Kontierung die Grundunterscheidung zwischen Betriebsmitteln und den eigentlichen operativen Mitteln (Investitionsmitteln, Rücklage) enthalten (vgl. für die Soziale Pflegeversicherung ebenso § 62 SGB XI). Beide Kreisläufe sind streng voneinander zu trennen; für beide gelten unterschiedliche Bewirtschaftungsregeln und unter Umständen unterschiedliche Zuständigkeits- und Verfahrensvorschriften.

Für die Investitionstätigkeit des Fonds ist zu beachten, dass der Erwerb von Anteilen von mehr als 25 Prozent an einem privatwirtschaftlichen Zielunternehmen nur mit Einwilligung des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) zulässig ist (§ 65 Abs. 3 BHO; siehe auch Kapitel 5.6.). Weitere Vorgaben – insbesondere zur Beschränkung auf rein passive Investitionen, ethische Investments etc. – können im Gründungsstatut (Satzung beziehungsweise Gesetz) festgelegt werden.

5.5 Ausfallgarantie

In beiden Varianten setzt das vorgestellte Modell die Übernahme einer vollen und unbegrenzten Haftung der Bundesrepublik Deutschland voraus. Sie kann für den Fall der Gründung einer GmbH durch privatrechtlich abzugebende Patronats- oder Bürgschaftserklärung übernommen werden. Sie bedarf aber in jedem Fall, das heißt unabhängig von dem gewählten Gründungsstatut, einer bundesgesetzlichen Grundlage. Das folgt unmittelbar aus Art. 115 Abs. 1 GG, weil die Gewährträgerhaftung für den Fall substanzieller Verluste aus der Fondswirtschaft zu Ausgaben in künftigen Rechnungsjahren führen kann. Diese gesetzliche Ermächtigung muss der Höhe nach bestimmt oder jedenfalls bestimmbar sein. Eine Zustimmung des Bundesrates ist nicht erforderlich. Allerdings sind die unionsrechtlichen Auswirkungen zu berücksichtigen (siehe Kapitel 5.3.).

5.6 Steuer- und wettbewerbsrechtliche Fragen

Steuerrechtlich unterscheiden sich die beiden Modelle fundamental. Während ein privatrechtlich verfasster Fonds seine Gewinne nach Maßgabe von KStG und GewStG in Deutschland zu versteuern hat (woran Bund, Länder und Gemeinden partizipieren) und ebenso eventuell ausländische Gewinne nach Maßgabe ausländischen Rechts und der bilateralen Doppelbesteuerungsabkommen versteuern muss, unterliegt die bloße Vermögensverwaltung öffentlich-rechtlicher Sondervermögen grundsätzlich nicht der deutschen Steuerpflicht (§§ 4 KStG, 14 AO). Partizipiert der Fiskus qua Steuerpflicht an der Betätigung des einzurichtenden Fonds, dann gilt das Gebot einer vorrangig an Effizienzzielen auszurichtenden Anlagestrategie noch um so stärker (siehe Kapitel 4.2).

Anders ist es hier aber, sobald das Sondervermögen durch häufige Vermögensumschichtungen einen Betrieb gewerblicher Art im Sinne des § 4 KStG begründet, was etwa durch die hochfrequente Ausnutzung von Arbitrageeffekten, Leerkäufe/Leerverkäufe oder einen gewerblichen Währungs- oder Wertpapierhandel geschehen könnte. Das Gesamtvolumen angelegter Mittel ist dagegen nicht maßgeblich; der reine Umfang des Fondsvermögens begründet für sich genommen noch keine Vermutung zugunsten eines steuerpflichtigen Betriebs gewerblicher Art.

Von zentraler Bedeutung für Errichtung und laufenden Betrieb des Fonds ist die Beachtung des unionalen Wettbewerbsrechts. Nach Art. 107 Abs. 1 AEUV sind staatliche oder aus staatlichen Mitteln gewährte Beihilfen gleich welcher Art, die durch die Begünstigung bestimmter Unternehmen oder Produktionszweige den Wettbewerb verfälschen oder zu verfälschen drohen, mit dem Binnenmarkt unvereinbar, soweit sie den Handel zwischen Mitgliedstaaten beeinträchtigen. Dieses Beihilfenverbot trägt dem Vorrang privatwirtschaftlicher Betätigung gegenüber allen Formen (mittelbar oder unmittelbar) staatswirtschaftlichen Engagements Rechnung (siehe auch Kapitel 2.2.2).

Eine Beihilfe liegt gegebenenfalls in der Haftungsübernahme durch den Bund. Diese Beihilfe ist nicht aus sich heraus gerechtfertigt (Art. 107 Abs. 2 AEUV); die EU-Kommission (Generaldirektion Wettbewerb) kann sie aber nach Art. 107 Abs. 3 AEUV auf Ermessensbasis gestatten. Dafür kommt für den hier konzipierten Fonds – unabhängig von seiner Rechtsform – insbesondere der Regeltatbestand der Beihilfen zur Behebung einer beträchtlichen Störung im Wirtschaftsleben eines Mitgliedstaats (Art. 107 Abs. 3 lit. b AEUV) in Betracht, wenn man den demographischen Wandel und die signifikante, nahezu sprunghafte Veränderung der Quote Leistungsempfänger/Beitragszahler in Betracht zieht. Diese Veränderung wird – nach Maßgabe der gebotenen prognostischen Gefahrenabschätzung ex ante – etwa ab dem Jahr 2030 zu dramatischen Verwerfungen führen. Dass sie seit langem absehbar sind, ändert an der Erfüllung des Tatbestands von Art. 107 Abs. 3 lit. b AEUV nichts.

Die Bundesregierung wird daher die Gründung des Fonds rechtzeitig und sorgfältig mit der Generaldirektion Wettbewerb abzustimmen haben. Das ist in einem ersten Schritt informell möglich; mit Blick auf das Volumen ist aber der sonst übliche „letter of comfort“ wenig wahrscheinlich. Daher ist bei dem hier diskutierten Vorhaben mit in den Blick zu nehmen, dass in einem zweiten Schritt das förmliche Notifizierungsverfahren (Art. 108 AEUV) durchlaufen werden muss.

6 Zusammenfassende Empfehlungen

Gesamteinschätzung
Die Gutachter sehen in den angefragten Lösungen eine Antwort auf die alterungsbedingten Belastungen der Sozialen Pflegeversicherung mit dem Ziel, den Beitragssatz ab 2040 möglichst stabil zu halten und damit zur Nachhaltigkeit der Finanzierung der sozialen Sicherungssysteme beizutragen, sofern die dadurch vermeintlich gewonnenen Spielräume nicht für zusätzliche Leistungsversprechen genutzt werden. Die hier vorgelegten Schätzungen beruhen auf plausiblen Annahmen über die Kapitalmarktentwicklung. Es ist zu beachten, dass die tatsächliche Kapitalmarktentwicklung nicht vorhersehbar ist und deshalb die realisierten Erträge von den Schätzungen noch oben oder unten abweichen können. Die Fondslösung bietet also erhebliche Chancen, beinhaltet aber auch nennenswerte Risiken. Die Berechnungen reflektieren den aktuellen Rechtsstand.

Die zeitliche Streckung des Fondaufbaus und der Schuldentilgung sollte vor dem Hintergrund der Kapitalmarktentwicklung flexibel gesteuert werden.
In welcher Variante das Fondsvermögen aufgebaut (einmalige oder zeitlich gestreckte Kreditaufnahme, Ausmaß der Streckung) und die aufzunehmenden Schuldverschreibungen zurückgezahlt werden sollen, sollte von den aktuellen Kapitalmarktbedingungen abhängig gemacht werden. Je schneller der Fonds aufgebaut wird, desto früher fallen die durch die erwartete Zinsdifferenz bedingten Erträge an. Für einen zeitlich gestreckten Aufbau des einzurichtenden Fonds spricht das Prinzip der Marktschonung, insbesondere der Wahrung der günstigen Finanzierungsbedingungen des Staates. Es wird empfohlen, beim Aufbau des Fonds die Expertise von Finanzmarktintermediären hinzuzuziehen.

Keine Beteiligung privater Anleger
Die Möglichkeit einer zusätzlichen Teilhabe privater Wirtschaftssubjekte an dem aufzulegenden Fonds wird nicht empfohlen. Die zentrale Begründung für den Fonds – die Differenz zwischen staatlichen Refinanzierungskosten und Anlageerträgen, spielt bei privater Ersparnis keine Rolle.

- Denkbar ist zum einen, dass das Anlageportfolio des Fonds auf privatwirtschaftlich verfassten Märkten nachgeahmt wird, so dass ein möglicher Verwaltungskostenvorteil nicht zwingend an die private Teilhabe gebunden ist.
- Zum anderen eröffnen sich unter der Zielvorgabe, verstärkt zur ergänzenden privaten Vorsorge anzureizen, andere Umsetzungsoptionen, die treffsicherer wirken sowie die Einrichtung und Verwaltung eines zweckgebundenen Fonds nicht unnötig belasten.
- Schließlich wirft eine private Teilhabemöglichkeit beihilfenrechtliche Fragen auf, die gegen eine Erweiterung des Fondszwecks um ergänzende Vorsorgeziele sprechen. So wäre insbesondere die private Versicherungswirtschaft betroffen, sollte der Fonds über seinen ursprünglichen Sachbezug hinaus in den Dienst allgemeiner Vorsorgemotive gestellt werden.

Kein besonderer Anlageschwerpunkt in Deutschland
Die Anlagepolitik des Fonds sollte sich daran orientieren, für gegebene Risiken einen höchstmöglichen Ertrag zu erwirtschaften. Das erfordert internationale Diversifikation; von einer Fokussierung auf die Kapitalanlage in Deutschland oder deutschen Unternehmen ist daher abzuraten. Der Fond ist kein industriepolitisches Instrument und dient nicht speziell der Finanzierung öffentlicher Investitionen in Deutschland. Anlagen in Deutschland sollten nur insoweit erfolgen, wie dies unter dem Aspekt der Optimierung von Ertrag und Risiko sinnvoll ist.

Zeithorizont von 20 Jahren
Bei der Umsetzung des Vorhabens sollte lediglich ein Rahmen von 20 Jahren für das Begeben der notwendigen Schuldverschreibungen vorgegeben werden, kombiniert mit einer begrenzten Verlängerungsoption, um auf veränderliche Marktgegebenheiten im Sinne des Effizienzziels reagieren zu können.

Gegen die Wahl eines Zeithorizonts von 20 Jahren für die Ausgabe von Schuldverschreibungen zum Aufbau des benötigten Fondsvolumens spricht aus ökonomischer Sicht a priori nichts. Bei der Wahl des Zeithorizonts geht es aber um die Abwägung von Änderungsrisiken, welche die unterstellte Rendite-Zins-Differenz beeinflussen können. Wenngleich die Rendite- und Zinsänderungsrisiken theoretisch gegeneinander abgewogen werden können, bleibt es doch in der praktischen Umsetzung den Finanzmarktintermediären vorbehalten, auf die jeweiligen Marktgegebenheiten zu reagieren. Dies kann dazu führen, dass im Laufe eines Zeithorizonts von 20 Jahren Konstellationen auftreten, die eine Verlängerung des Zeitraums für die Kreditaufnahme aus Effizienzerwägungen nahelegen. Diese Opti-on sollte nicht durch eine gesetzliche Vorgabe verstellt werden. Umgekehrt sollte die Möglichkeit zur Erweiterung des Zeithorizonts aber nicht beliebig, sondern auf maximal 10 Jahre begrenzt formuliert werden. Diese Option kann aber nicht konditional, also an eine zum Beispiel mindestens zu erzielende Rendite-Zins-Differenz gekoppelt formuliert werden, weil diese Differenz ebenfalls unter dem Vorbehalt der jeweils herrschenden Marktgegebenheiten steht.

Keine Integration des Pflegevorsorgefonds
Der bestehende Pflegevorsorgefonds sollte nicht in einen neu einzurichtenden Fonds integriert werden.

Die Personenkreise, die für die finanzielle Ausstattung der beiden Fonds verantwortlich sind, unterscheiden sich. Der Pflegevorsorgefonds wird aus Beitragsmitteln gespeist, wohingegen für die Bewertungsrisiken, die sich in der Phase des Fondsaufbaus bis zur vollständigen Rückzahlung der ausgegebenen Schuldverschreibungen ergeben können, der Steuerzahler haftet. Eine Verschmelzung beider Fondsvermögen wirft deshalb die Frage nach einer ökonomischen Begründung dafür auf, dass die implizite Haftung für das Bewertungsrisiko eines ursprünglich beitragsfinanziert aufgebauten Vermögens ausgeweitet würde. Zudem rechtfertigen weder Renditeaspekte noch vermeintliche Verwaltungskostenersparnisse eine Verschmelzung beider Fonds.

Keine aktive Aktionärsrolle über das Investitionsportfolio
Es wird nicht empfohlen, über die Investitionen des Fonds direkt auf das Management der Unternehmen im Portfolio einzuwirken, insbesondere nicht mit industriepolitischen Absichten. Davon unberührt ist die Beteiligung an der Vertretung allgemeiner Aktionärsinteressen.

Zu entscheiden bleibt, ob man in der Technik des Portfoliomanagements lediglich den Markt über einen breit definierten Index abbilden oder aktiv agieren will; hier ist zwischen der Management-Fee und den Renditeerwartungen abzuwägen. Empirisch sind die zu erwartenden Erträge aktiv gemanagter Fonds in den maßgeblichen Märkten nicht größer als bei formelbasierten Fonds oder Indexfonds).

Zurückhaltung bezüglich der Vorgaben zum Anlageportfolio/Ethical Investment (Investitionsportfolio)
Eine Empfehlung bezüglich der konkreten Anlagevorschriften kann nicht gegeben werden, insbesondere wenn der Gesetzgeber damit außerökonomisch begründete Normen zu verbinden beabsichtigt, die mit dem Effizienzziel kollidieren können. Das Anlageportfolio des norwegischen Staatsfonds kann gleichwohl eine Orientierung bieten.

Prinzipiell ist es möglich, für die unterschiedlichen Anlageoptionen (festverzinsliche Schuldverschreibungen versus Aktien, Beimischung von Immobilienfonds etc.) Bandbreiten vorzusehen, um dem Fondsmanagement Möglichkeiten an die Hand zu geben, ihre operativen Anlageentscheidungen unter Effizienzabwägungen zu optimieren. Welche Bandbreiten konkret zu bestimmen sind, hängt von der Abwägung von Risiko-, Rendite- und Liquiditätsmotiven ab. Gerade was die Bereitschaft zur Risikoübernahme angeht, sind politische Wertungen gefragt. Eine ebenfalls politische Entscheidung besteht darin, festzulegen, ob und in welcher Form Nachhaltigkeitsgrundsätze (ethische oder ökologische Erwägungen) in der Anlagepolitik zu berücksichtigen sind. Solche Motive erscheinen nach Maß-gabe des Gutachtens nicht prioritär, da sie sowohl das grundlegende Effizienzziel tangieren können als auch wenig treffsicher oder zielführend im Sinne ethischer oder ökologischer Zielsetzungen erscheinen.

Der norwegische Staatsfonds kann eine Orientierung für die Entscheidung darüber liefern, wie ethische Kriterien bei einer grundsätzlich passiven Anlage beachtet werden können. Dies kommt aller-dings keiner Empfehlung gleich, weil die Ausgestaltung des norwegischen Staatsfonds letztlich die Präferenzen des norwegischen Souveräns spiegelt und deshalb nicht zwingend denen des deutschen Souveräns entsprechen muss.

Organisationsform der Fondsverwaltung
Mit Blick auf die Wechselwirkungen mit den grundgesetzlich verankerten Bestimmungen zur Schuldenbremse wird die Einrichtung des Fonds und der damit betrauten Verwaltung in einer privatrechtlichen Form nahegelegt. Bezüglich beihilfenrechtlicher Vorbehalte ist eine frühzeitige Abstimmung mit der Generaldirektion Wettbewerb der Europäischen Kommission anzustreben.

Das Begeben von Schuldverschreibungen in dem im Gutachten skizzierten Volumen kann in Konflikt mit den Bestimmungen zur Schuldenaufnahme durch die öffentlichen Gebietskörperschaften („Schuldenbremse“) geraten. Sofern aber eine privatrechtliche Körperschaft in vollständigem Eigentum des Bundes eingerichtet wird (zum Beispiel in Form einer GmbH wie der Deutschen Finanzagentur), fallen die von dieser Einrichtung zu begebenden Schuldverschreibungen nach dem juristischen Untergutachten nicht unter die Bestimmungen der Schuldenbremse. Damit die Solvenz- und Bonitätsvorteile des Bundes für den Fondsaufbau genutzt werden können, ist jedoch eine Patronatserklärung des Bundes vonnöten (zur legistischen Ausgestaltung siehe Untergutachten von Prof. Dr. Reimer). Die daraus resultierenden ökonomischen Risiken sind nicht relevant für die nationalen Bestimmungen zur Schuld-aufnahme, werden aber im Rahmen der europäischen Verschuldungskriterien berücksichtigt. Zur Klärung der damit verbundenen beihilfenrechtlichen Fragen ist eine frühzeitige Abstimmung mit der Generaldirektion Wettbewerb der Europäischen Kommission empfohlen.

Notabene: Aus ökonomischer Perspektive ist die Kreditaufnahme im Rahmen des Vorhabens „kapitalgedeckt finanzierte Pflegekosten“ anders zu bewerten als im Fall einer zweckungebundenen Schuldenaufnahme. Dies bezieht sich nicht nur auf die technische Bilanzverlängerung, also den Umstand, dass der Schuldenaufnahme für den Fondsaufbau (bei gesetzlich verankerter Tilgungsverpflichtung) eine entsprechende Vermögensposition gegenübersteht. Die diesbezüglichen Argumente sind im Gutachten explizit diskutiert worden. Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist vor allem relevant, dass es sich bei dem Vorhaben nicht um eine gesellschaftliche „Neuverschuldung“ handelt, sondern vielmehr die in der umlagefinanzierten SPV angelegte implizite Schuld sichtbar ausgewiesen wird, somit also explizit wird. Denn aus den Leistungsversprechen der SPV ergeben sich bei einer alternden Versichertengemeinschaft zusätzliche Finanzierungslasten, die nach den Regeln des Status quo von den künftigen Beitragszahlern zu schultern sind. Mit dem Vorhaben wird diese

Lastverschiebung explizit ausgewiesen, da der Beitragssatz annahmegemäß ab dem Jahr 2040 fixiert werden soll. Die dann nicht mehr vollständig über Beitragseinnahmen zu deckenden Leistungsversprechen sollen stattdessen aus den zu erwirtschaftenden Überschüssen des Fonds finanziert werden.[14]

Zu den weiteren rechtlichen Ausgestaltungsfragen wird auf das beiliegende Untergutachten „Finanzverfassungsrechtliche Rahmenbedingungen und legistische Optionen“ von Prof. Dr. Ekkehart Reimer verwiesen.

[14] Mit Blick auf die europäische Dimension des Vorhabens sei deshalb darauf hingewiesen, dass die vergleichenden Tragfähigkeitsanalysen der Europäischen Kommission („sustainability report“) bislang den Aspekt der impliziten Verschuldung ausklammern.

Literatur

(Gutachten und Anhang Modellrechnungen)

Augurzky, Boris et al., 2008, Heimentgelte bei der stationären Pflege in Nordrhein-Westfalen: Ein Bundesländervergleich, RWI Materialien Nr. 44, RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-20080716186 [14.6.2019]

Avendano, Rolando, 2010, Sovereign Wealth Fund Investments: From Firm-level Preferences to Natural Endowments, Paris School of Economics Working Paper, Paris

BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2019, Statistik der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2018: Erstversicherungsunternehmen und Pensionsfonds, Bonn und Frankfurt 2019

Berg, F., Kölbel, J., Rigobon, R. (2019) Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Rankings MIT Sloan Research Paper No. 5822-19

Berger, Johannes / Beznoska, Martin / Kochskämper, Susanna / Strohner, Ludwig, 2019, Das Basisszenario des Generationenmonitors. Daten, Methodik und Annahmen, IW-Report, Nr. 30, Köln

Bertoni, Fabio / Lugo, Stefano, 2013, Testing the strategic asset allocation of stabilization sovereign wealth funds, International Finance 16, pp. 95–119

Better Finance, 2019, Pension Savings - The Real Return, 2019 Edition, https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/Pension-Savings-The-Real-Return-2019-Edition-1.pdf [15.09.2020]

Better Finance, 2016, Pension Savings - The Real Return, 2016 Edition, https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/publications/Pension_report_2016_For_Web_-_Final.pdf [15.09.2020]

BMG – Bundesministerium für Gesundheit, 2020a, Pflegeversicherung, Zahlen und Fakten. Leistungsempfänger nach Altersgruppen und Pflegegrade – Frauen sowie – Männer, https://www.bundesgesundheitsministerium.de/themen/pflege/pflegeversicherung-zahlen-und-fakten.html [18.8.2020]

BMG, 2020b, Pflegeversicherung, Zahlen und Fakten. Finanzentwicklung, https://www.bundesgesundheitsministerium.de/themen/pflege/pflegeversicherung-zahlen-und-fakten.html [18.8.2020]

BMG, 2020c, Finanzierung der Pflegeversicherung, https://www.bundesgesundheitsministerium.de/themen/pflege/online-ratgeber-pflege/die-pflegeversicherung/finanzierung.html

BMGS – Bundesministerium für Gesundheit und Soziale Sicherung, 2003, Nachhaltigkeit in der Finanzierung der sozialen Sicherungssysteme, Bericht der Rürup-Kommission, http://www.sozialpolitik-aktuell.de/tl_files/sozialpolitik-aktuell/_Politikfelder/Sozialstaat/Dokumente/ruerup_kommission.pdf [23.8.2020]

Bönke, Timm / Harnack, Astrid, 2017, Ein Staatsfonds für Deutschland? Grundüberlegungen und internationale Vorbilder, Gütersloh

Börsch-Supan, Axel / Roth, Markus / Wagner, Gerd G., 2017, Altersvorsorge im internationalen Vergleich: Staatliche Produkte für die zusätzliche Altersvorsorge in Schweden und dem Vereinigten Königreich, BMAS Forschungsbericht 494, Berlin

Borisova, Ginka / Fotak, Veljko / Holland, Kateryna / Megginson, William L., 2015, Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms, Journal of Financial Economics, vol. 118, issue 1, pp. 68–191

Bortolotti, Bernardo / Fotak, Velijko / Megginson, William L., 2015, The sovereign wealth fund discount: evidence from public equity investments, Review of Financial Studies 28, 2993–3035

Bundesagentur für Arbeit, 2020, Monatsbericht zum Arbeits- und Ausbildungsmarkt. Januar 2020, Berichte: Blickpunkt Arbeitsmarkt, Nürnberg

Bundesamt für Soziale Sicherung, 2020, Schätztableaus, Berichte, Erklärungen. Schätztableau – Einschätzung des BMG und des Bundesversicherungsamtes, 2019, https://www.bundesamtsozialesicherung.de/de/themen/risikostrukturausgleich/schaetzerkreis/ [23.8.2020]

Carstensen, Jeanette / Seibert, Holger / Wiethölter, Doris, 2020, Entgelte von Pflegekräften, Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung, Aktuelle Daten und Indikatoren, http://doku.iab.de/arbeitsmarktdaten/Entgelte_von_Pflegekraeften_2020.pdf [18.8.2020]

Chhaochharia, Vidhi / Laeven, Luc, 2008, Sovereign wealth funds: their investment strategies and performance, CEPR Working Paper DP6959, London

Demary, Markus / Voigtländer, Michael, 2018, Reasons for the Declining Real Interest Rates, IW Report, Nr. 47, https://www.iwkoeln.de/studien/iw-reports/beitrag/markus-demary-michael-voigtlaender-reasons-for-the-declining-real-interest-rates.html [28.08.2020]

Deutsche Bundesbank, 2020a, Statistiken. N05: Renditen und Indizes deutscher Wertpapiere, https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/wertpapieremissionen/nr-05-renditen-und-indizes-deutscher-wertpapiere-650634 [23.8.2020]

Deutsche Bundesbank, 2020b, Umlaufsrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen / Börsennotierte Bundeswertpapiere / Monatsdurchschnitte, Zeitreihen-Datenbanken, https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihendatenbanken/zeitreihen-datenbank/723452/723452?tsId=BBK01.WU0115&tsTab=0&listId=www_skms_it01&statisticType=BBK_ITS&id=0 [21.9. 2020]

Deutsche Rentenversicherung, 2020, Kennzahlen der Finanzentwicklung. Rechnungsergebnisse und Rentenbestand, https://www.deutsche-rentenversicherung.de/DRV/DE/Experten/Zahlen-und-Fakten/Kennzahlen-zur-Finanzentwicklung/kennzahlen-zur-finanzentwicklung_node.html [23.8.2020]

Europäische Kommission, 2018, The 2018 Ageing Report. Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070), Institutional Paper 079, Luxembourg

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2019a, Financing a Sustainable European Economy. Taxonomy – Technical Report

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2019b, Financing a Sustainable European Economy. Taxonomy – Supplementary Report

Fernandes, Nuno, 2014, The impact of sovereign wealth funds on corporate value and performance, Journal of Applied Corporate Finance 26, pp. 76–84

Fratzscher, Marcel / Kriwoluzky, Alexander, 2020, Über die Ursachen und das mögliche Ende der niedrigen Zinsen in Deutschland, Wirtschaftsdienst, Nr. 1, S. 12–16

Freudenberg, Christoph, 2017, Staatliche Fonds und Alterssicherung: Erfahrungen anderer Länder. Deutsche Rentenversicherung, Nr. 3, S. 292–313

Friede, G. / Busch, T. / Bassen, A., 2015, ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. Journal of Sustainable Finance & Investment 5 (4), pp. 210-233

Fries, James F., 1980, Ageing, Natural Death, and der Compression of Morbidity, in: New England Journal of Medicine, Bd. 303, Nr. 3, S. 130–135

Fuchs, Victor R., 1984, Though much is taken: Reflections on ageing, health and medical care, NBER Working Paper Series, Working Paper Nr. 1269, Cambridge MA, http://www.nber.org/papers/w1269.pdf [8.3.2017]

Fuest, Clemens / Hainz, Christa / Meier, Volker / Werding, Martin, 2019a, Das Konzept eines deutschen Bürgerfonds, ifo Studie, München

Fuest, Clemens / Hainz, Christa / Meier, Volker / Werding, Martin, 2019b, Staatsfonds für eine effiziente Altersvorsorge: Welche innovativen Lösungen sind möglich? ifo Schnelldienst, Jg. 72, Nr. 14

Gaßner, Maximilian / Schottky, Evi, 2006, Ein Modell zur Weiterentwicklung und nachhaltigen Finanzierung der Pflegeversicherung, in: Die BKK, Heft 8, S. 384–388

Gruenberg, Ernest M., 1977, The Failure of Success, in: Milbank Quarterly. Health and Society, vol. 55, No. 1, pp. 3–24

Häcker, Jasmin / Raffelhüschen, Bernd, 2008, Die Pflegeversicherung in der Krise. Renditen, Leistungsniveau und Versorgungslücken, Deutsches Institut für Altersvorsorge, Köln

Häcker, Jasmin / Hackmann, Tobias, 2011, LOS(T) in Long-Term Care: Emprical Evidence from German Data 2000-2009, in: Health Economics, 21:12, pp. 1427–1443

Hammerschmid, Anna / Schmieder, Julia / Wrohlich, Katharina, 2020, Frauen in der Corona-Krise stärker am Arbeitsmarkt betroffen als Männer, DIW aktuell, Nr. 42, Berlin

Kane, Robert L. / Radosevich, David M. / Vaupel, James W., 1990, Compression of morbidity: issues and irrelevancies, in: Kane, Robert L. / MacFayden, David / Evans, J. Grimley (Hrsg.), Improving the Health of Older People. A World View, Oxford, pp. 30–49

Körner, Thomas et al., 2011, Geringfügige Beschäftigung im Mikrozensus und Beschäftigtenstatistik, in: Wirtschaft und Statistik, Nr. 11, S. 1065–1085

Kompetenzzentrum Fachkräftesicherung (www.kofa.de), 2020, Berechnungen auf Basis von Sonderauswertungen der Bundesagentur für Arbeit, Köln

Kreft, Danile / Doblhammer, Gabriele, 2016, Expansion or compression of long-term care in Germany between 2001 and 2009? A small-area decomposition study based on administrative health data, in: Population Health Metrics, 14:24, open access, https://link.springer.com/article/10.1186/s12963-016-0093-1 [26.02.2020]

Ludwig, Alexander / Schelkle, Thomas / Vogel, Edgar, 2012, Demographic change, human capital and welfare, Review of Economic Dynamics, vol. 15, pp. 94–107

Megginson, William L. / Fotak, Velijko, 2015, Rise of the fiduciary state: A survey of sovereign wealth fund research, Journal of Economic Surveys 29, pp. 733–778

Maier-Bledjian, Larissa, 2011, Sondervermögen des Bundes, Frankfurt

MSCI, 2020, MSCI World Index (USD), https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523 [15.09.2020]

MSCI / Statista, 2020, Entwicklung des MSCI World Index in den Jahren von 1969 bis 2019, https://de.statista.com/statistik/daten/studie/202736/umfrage/jaehrliche-entwicklung-des-msci-world-index-seit-1969/ [15.09.2020]

Norges Bank Investment Management, 2020a, Returns, https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/ [15.09.2020]

Norges Bank Investment Management, 2020b, Global Voting Guidelines. Norges Bank Investment Management: Oslo.

Norges Bank Investment Management, 2020c, Strategy 2020-2022, https://www.nbim.no/contentassets/e67c709ab52541bab4b449bddc019319/strategy-plan-2020-2022-norges-bank-investment-management.pdf [10.9.2020]

Norges Bank Investment Management, 2020d, The Fund's Largest Equity Holdings, https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-invest/equity-management/ [10.9.2020]

Norges Bank Investment Management, 2020e, How the Fund Is Invested, https://www.nbim.no/en/ [10.9.2020]

Norges Bank Investment Management, 2020f, Divestments, https://www.nbim.no/en/the-fund/responsible-investment/divestments/ [10.9.2020]

Norges Bank Investment Management, 2020g Observation and Exclusion of Companies, https://www.nbim.no/en/the-fund/responsible-investment/exclusion-of-companies/ [10.9.2020]

Norwegische Zentralbank/Norwegisches Finanzministerium, 2019, Fund Performance, Government Pension Fund Global (GPFG), online verfügbar [zuletzt abgerufen am 25.8.2020)

Raymond, Helene, 2012, Sovereign wealth funds as domestic investors of last resort during crises, International Economics 123, 121–159

Reimer, Ekkehart, 2020, Finanzverfassungsrechtliche Rahmenbedingungen und legistische Optionen, Gutachten, Universität Heidelberg

Rothgang, Heinz, 2009, Einführung von Kapitaldeckung in der sozialen Pflegeversicherung, in: Dräther, Hendrik / Jacobs, Klaus /Rothgang, Heinz (Hrsg.), Fokus Pflegeversicherung: Nach der Reform ist vor der Reform, S. 95–121, https://www.wido.de/fileadmin/Dateien/Dokumente/Publikationen_Produkte/WidO-Reihe/wido_reihe_fokus_pflegevers_2009.pdf [23.8.2020]

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2005, Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen. Jahresgutachten 2005/06, Wiesbaden

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2009, Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen. Jahresgutachten 2009/10, Wiesbaden

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2012, Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland. Jahresgutachten 2012/13, Wiesbaden

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2016, Zeit für Reformen. Jahresgutachten 2016/17, Wiesbaden

Schäfer, Holger, 2017, Arbeitsmarkt: Arbeitsangebot und Arbeitsvolumen, in: Institut der deutschen Wirtschaft (Hrsg.), Perspektive 2035. Wirtschaftspolitik für Wachstum und Wohlstand in der alternden Gesellschaft, Köln, S. 57–74

Schäfer, Holger / Schmidt, Jörg, 2020, Arbeitsmarkt in Corona-Zeiten. Kein Nachteil für Frauen, IW Kurzbericht Nr. 64, https://www.iwkoeln.de/studien/iw-kurzberichte/beitrag/holger-schaefer-joerg-schmidt-kein-nachteil-fuer-frauen-469700.html [23.8.2020]

Socium Forschungszentrum Ungleichheit und Sozialpolitik / Institut für Public Health und Pflegeforschung (IPP) / Institut für Arbeit und Wirtschaft (iaw) / Kompetenzzentrum für Klinische Studien Bremen (KKSB), 2020, Zweiter Zwischenbericht – Finale Version zur Abnahme durch den Auftraggeber – im Projekt Entwicklung eines wissenschaftlich fundierten Verfahrens zur einheitlichen Bemessung des Personalbedarfs in Pflegeeinrichtungen nach qualitativen und quantitativen Maßstäben gemäß § 113c SGB XI, Bremen

SOEP v33 – Sozio-oekonomisches Panel, 2016, Version 33, Berlin

Statistisches Bundesamt (Destatis), 2018, Pflegestatistik. Pflege im Rahmen der Pflegeversicherung. Deutschlandergebnisse, Wiesbaden

Statistisches Bundesamt (Destatis), 2019a, Bevölkerung Deutschlands bis 2060, Ergebnisse der 14. Koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung – Hauptvarianten 1 bis 9 , Wiesbaden

Statistisches Bundesamt (Destatis), 2019b, Bevölkerung und Erwerbstätigkeit. Erwerbsbeteiligung der Bevölkerung. Ergebnisse des Mikrozensus zum Arbeitsmarkt. Fachserie 21 4.1, Wiesbaden

Statistisches Bundesamt (Destatis), 2020a, Sonderauswertungen, Tabellen 2017_Heime_s34 und 2017_Amb_Dienste_a23, Wiesbaden

Statistisches Bundesamt (Destatis), 2020b, Erwerbstätigkeit. Eckzahlen zum Arbeitsmarkt, Deutschland. Deutschland für die Jahre 2009, 2018 und 2019, https://www.destatis.de/DE/Themen/Arbeit/Arbeitsmarkt/Erwerbstaetigkeit/Tabellen/eckwerttabelle.html (23.8.2020)

Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung, 2020, Zwischenbericht. Die Bedeutung einer nachhaltigen Finanzwirtschaft für die große Transformation, Berlin, März 2020

The ATP Group, 2019, Annual Report 2019, online verfügbar [zuletzt abgerufen am 25.8.2020]

Tisch, Thorsten et al., 2019, Quantifizierung der finanziellen Auswirkungen flächendeckender Tarife in der Altenpflege. Ergebnisse des Forschungsgutachtens, Berlin

Unger, Rainer / Müller, Rolf / Rothgang, Heinz, 2011, Lebenserwartung in und ohne Pflegebedürftigkeit. Ausmaß und Entwicklungstendenzen in Deutschland, in: Gesundheitswesen, 73. Jg., Nr. 5, S. 292–297

Wille, Eberhard / Igel, Christian, 2008, Pflegereform: Vom Umlage- zum Kapitaldeckungsverfahren? In: Funk, Lothar / Knappe, Eckhard (Hrsg.), Anwendungsorientierte Marktwirtschaftslehre und Neue Politische Ökonomie: Wirtschaftspolitische Aspekte von Strukturwandel, Sozialstaat und Arbeitsmarkt. Marburg, S. 461–493

Wollmershäuser, Timo et al., 2020, ifo Konjunkturprognose Sommer 2020: Deutsche Wirtschaft – es geht wieder aufwärts, in: ifo Schnelldienst, Sonderausgabe Juli

Anhang 1 Beitragssatzentwicklung und Mehrfinanzierungsbedarfe

					Szenario GA	
Jahr	Beitragssatz in %	Jahr	Beitragssatz in %		Mehrfinanzierungsbedarf in Mrd. €	in % der SPV-Ausgaben
2019	3,2					
2020	3,3					
2021	3,4	2041	4,1	4,0	1,7	1,5
2022	3,5	2042	4,2		3,5	3,0
2023	3,6	2043	4,2		5,4	4,4
2024	3,6	2044	4,3		7,5	5,7
2025	3,7	2045	4,4		9,5	7,0
2026	3,7	2046	4,4		11,8	8,3
2027	3,8	2047	4,5		14,0	9,4
2028	3,8	2048	4,5		16,2	10,5
2029	3,8	2049	4,6		18,5	11,4
2030	3,9	2050	4,6		20,5	12,2
2031	3,9	2051	4,7		22,6	12,9
2032	3,9	2052	4,7		24,3	13,4
2033	3,9	2053	4,7		25,8	13,8
2034	3,9	2054	4,7		27,0	14,0
2035	3,9	2055	4,7		27,8	14,0
2036	3,9	2056	4,7		28,4	13,8
2037	3,9	2057	4,7		28,4	13,5
2038	3,9	2058	4,7		27,9	13,0
2039	3,9	2059	4,6		27,5	12,4
2040	4,0	2060	4,6		27,1	12,0

Szenario GA: Fortschreibung des altersabhängigen Pflegeausgabenprofils mit einer Rate aus 2/3 Bruttolohnentwicklung und 1/3 Inflationsrate; alternative Modellierung siehe „Anhang Modellrechnungen“.
Berechnungen: Susanna Kochskämper (IW)

Anhang 2 Kreditbestand/Fondsvermögen

	Variante 1 (Szenario D-2)		Variante 2 (Szenario E-1)		Variante 3 (Szenario G-1)		Variante 1 (Szenario D-2)		Variante 2 (Szenario E-1)		Variante 3 (Szenario G-1)	
	in Milliarden Euro						in Prozent des BIP					
Jahr	Kredit	Verm.	Kredit	Verm.	Kredit	Verm.	Kredit	Verm.	Kredit	Verm.	Kredit	Verm.
2021	831,8	848,4	63,6	64,9	516,0	526,3	24,2	24,7	1,9	1,9	15,0	15,3
2022	831,8	865,9	127,2	131,1	533,5	555,0	26,5	27,6	4,1	4,2	17,0	17,7
2023	831,8	884,2	190,8	198,7	551,0	584,6	24,5	26,1	5,6	5,9	16,2	17,2
2024	831,8	903,5	254,4	267,8	568,5	615,2	23,7	25,8	7,3	7,6	16,2	17,6
2025	831,8	923,7	318,0	338,4	586,0	646,7	23,0	25,5	8,8	9,4	16,2	17,9
2026	831,8	945,0	381,6	410,7	603,5	679,3	22,2	25,2	10,2	11,0	16,1	18,1
2027	831,8	967,3	445,2	484,6	621,0	713,0	21,4	24,9	11,5	12,5	16,0	18,4
2028	831,8	990,7	508,8	560,4	638,5	747,9	20,8	24,7	12,7	14,0	15,9	18,7
2029	831,8	1015,2	572,4	638,0	656,0	784,0	20,2	24,7	13,9	15,5	15,9	19,0
2030	831,8	1041,0	636,0	717,6	673,5	821,3	19,7	24,6	15,0	17,0	15,9	19,4
2031	831,8	1068,1	699,6	799,3	691,0	860,1	19,1	24,6	16,1	18,4	15,9	19,8
2032	831,8	1096,6	763,2	883,1	708,5	900,2	18,6	24,6	17,1	19,8	15,9	20,2
2033	831,8	1126,5	826,8	969,2	726,0	941,8	18,0	24,3	17,8	20,9	15,7	20,3
2034	831,8	1157,8	890,4	1057,8	743,5	984,9	17,5	24,3	18,7	22,2	15,6	20,7
2035	831,8	1190,8	954,0	1148,8	761,0	1029,7	17,0	24,3	19,5	23,4	15,5	21,0
2036	831,8	1225,4	1017,6	1242,5	778,5	1076,2	16,5	24,3	20,2	24,6	15,4	21,3
2037	831,8	1261,7	1081,2	1339,0	796,0	1124,6	16,0	24,3	20,8	25,8	15,3	21,6
2038	831,8	1299,8	1144,8	1438,4	813,5	1174,8	15,5	24,3	21,4	26,9	15,2	22,0
2039	831,8	1339,8	1208,4	1540,8	831,0	1226,9	15,1	24,3	21,9	27,9	15,1	22,2
2040	831,8	1381,9	1272,0	1646,5	848,5	1281,2	14,6	24,3	22,3	28,9	14,9	22,5
2041	0	575,9	1208,4	1624,0	806,1	1274,8	0,0	9,8	20,6	27,7	13,7	21,7
2042	0	601,1	1144,8	1600,6	763,7	1267,6	0,0	9,9	18,9	26,4	12,6	20,9
2043	0	625,8	1081,2	1576,0	721,2	1259,4	0,0	10,0	17,3	25,2	11,5	20,1
2044	0	649,6	1017,6	1550,0	678,8	1250,0	0,0	10,1	15,7	24,0	10,5	19,3
2045	0	672,6	954,0	1522,6	636,4	1239,3	0,0	10,1	14,3	22,8	9,5	18,6
2046	0	694,4	890,4	1493,4	594,0	1227,1	0,0	10,1	12,9	21,7	8,6	17,8
2047	0	715,1	826,8	1462,5	551,5	1213,3	0,0	10,1	11,6	20,6	7,8	17,1
2048	0	734,6	763,2	1429,7	509,1	1198,0	0,0	10,0	10,4	19,5	6,9	16,3
2049	0	752,9	699,6	1395,0	466,7	1180,8	0,0	9,9	9,2	18,4	6,2	15,6
2050	0	770,0	636,0	1358,3	424,3	1162,1	0,0	9,9	8,1	17,4	5,4	14,9
2051	0	785,9	572,4	1319,7	381,8	1141,6	0,0	9,8	7,1	16,4	4,7	14,2
2052	0	800,9	508,8	1279,4	339,4	1119,7	0,0	9,6	6,1	15,4	4,1	13,5
2053	0	815,2	445,2	1237,4	297,0	1096,4	0,0	9,5	5,2	14,5	3,5	12,8
2054	0	828,9	381,6	1194,0	254,6	1072,0	0,0	9,4	4,3	13,5	2,9	12,2
2055	0	842,5	318,0	1149,5	212,1	1046,8	0,0	9,3	3,5	12,6	2,3	11,5
2056	0	856,2	254,4	1104,2	169,7	1021,1	0,0	9,1	2,7	11,8	1,8	10,9
2057	0	870,7	190,8	1058,5	127,3	995,4	0,0	9,0	2,0	11,0	1,3	10,3
2058	0	886,2	127,2	1012,9	84,9	970,2	0,0	8,9	1,3	10,2	0,9	9,8
2059	0	903,1	63,6	967,4	42,4	945,4	0,0	8,8	0,6	9,4	0,4	9,2
2060	0	921,1	0,0	921,9	0,0	921,0	0,0	8,7	0,0	8,7	0,0	8,7

Variante 1: einmalige Kreditaufnahme 2021, einmalige Rückzahlung 2041 (Szenario D-2 im „Anhang Modellrechnungen); Variante 2: Kreditaufnahme 2021-2040, Rückzahlung 2041-2060 (Szenario E-1 ebd.); Variante 3: Kreditaufnahme einmalig 2021 (75 Prozent) und gestreckt bis 2040, Rückzahlung 2041-2060 (Szenario G-1 ebd.).
Berechnungen: Hermann Buslei/Anna Hammerschmid (DIW)

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2-1: Übersicht zentraler Annahmen 8
Tabelle 2-2: Ausgewählte Fonds nach Gründungsjahr, nominaler Rendite und Verwaltungskosten....11
Tabelle 4-1: Vom norwegischen Staatsfonds ausgeschlossene und unter Beobachtung stehende Unternehmen 26

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1: Beitragssatz SPV....9
Abbildung 2-2: Jährliche Mehrfinanzierungsbedarfe....10
Abbildung 2-3: Ewiger Fonds bei einmaliger Kreditaufnahme 2021 und vollständiger Kreditrückzahlung 2041 14
Abbildung 2-4: Ewiger Fonds mit zeitlich gestreckter Kreditaufnahme 2021-2040 und zeitlich gestreckter Rückzahlung 2041-2060 15
Abbildung 2-5: Ewiger Fonds bei überwiegend einmaliger Kreditaufnahme 2021 und Kreditrückzahlung 2041–2060....16
Abbildung 3-1: Wertentwicklung und Nominalverzinsung 21