



BERICHT ÜBER DIE VERANLAGUNG  
DER **NOE FONDS** IM GESCHÄFTSJAHR 2012/2013

1. November 2012 bis 31. Oktober 2013

# Inhalt

1.	BERICHT ÜBER DIE VERANLAGUNG - GESCHÄFTSJAHR 1. NOV. 2012 – 31. OKT. 2013 .....	3
2.	ERGEBNIS 2013.....	3
3.	RECHNUNGSHOFBERICHT.....	3
4.	STRUKTUR DER VERANLAGUNG.....	5
5.	ENTWICKLUNG DER VERANLAGUNG .....	7
5.1.	PERFORMANCE DES GESCHÄFTSJAHRES 2012/2013 .....	7
5.2.	PORTFOLIOSTRUKTUR.....	9
6.	RISIKOMANAGEMENT.....	12
7.	PRÜFBERICHT 2013 .....	16
8.	WIRTSCHAFTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN .....	17
8.1.	RÜCKBLICK 2012/2013 .....	17
8.2.	AUSBLICK 2013/2014.....	27
9.	ENTWICKLUNG DER ANLAGEKLASSEN .....	32
9.1.	RÜCKBLICK 2012/2013 .....	32
9.2.	AUSBLICK 2013/2014.....	39
10.	EXKURS: ALTERNATIVES INVESTMENTFONDS MANAGER-GESETZ (AIFMG) .....	41

# 1. Bericht über die Veranlagung Geschäftsjahr 1. Nov. 2012 – 31. Okt. 2013

**Beschlüsse des NÖ Landtages.** Der Landtag von Niederösterreich hat am 2. Juli 2009 in Ergänzung zu den bisherigen Beschlüssen aus den Jahren 2001, 2004 und 2007 zusätzliche Veranlagungsbestimmungen für die Veranlagung des Landes Niederösterreich beschlossen. Im Rahmen dieses Beschlusses wurden die bereits in den ersten 3 Beschlüssen enthaltenen Grundsätze, insbesondere die Langfristigkeit der Veranlagung, betont.

Weiters hat der NÖ Landtag in diesem Beschluss festgelegt, dass die Einhaltung der Veranlagungsbestimmungen für das der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG zur Verwaltung übertragene Landesvermögen jährlich von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer zu überprüfen und den Organen der Gesellschaft (Beirat und Aufsichtsrat) zu berichten ist. Dem Landtag von Niederösterreich ist jährlich nach Vorliegen des Berichtes, spätestens jedoch für die Sitzung des Landtages im Jänner des darauf folgenden Jahres, dieser Prüfbericht und ein Bericht über die Veranlagung vorzulegen.

**Bericht an den NÖ Landtag.** Mit dem vorliegenden Veranlagungsbericht wird über das Ende Oktober 2013 abgeschlossene Fondsgeschäftsjahr der NOE Fonds berichtet. Zusätzlich wird der Prüfbericht der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young über die Einhaltung der Landtagsvorgaben beigelegt.

## 2. Ergebnis 2013

Der Gesamtwert (bewertet zu aktuellen Marktwerten) der NOE Fonds per 31.10.2013, inklusive aller Auszahlungen an das Land Niederösterreich, liegt bei EUR 5.321,7 Millionen.

Der Veranlagungswert hat sich im Geschäftsjahr 2012/2013 um EUR 131,3 Millionen verbessert. Dies entspricht einem Veranlagungsertrag von + 4,3% nach Kosten.

## 3. Rechnungshofbericht

Am 6. Dezember 2012 veröffentlichte der Rechnungshof seinen Bericht über das Ergebnis der Vor-Ort-Überprüfung, welche im Zeitraum Jänner bis Februar 2012 durchgeführt wurde.

## PRÜFUNGSZIEL

Ziel der Follow-up-Überprüfung war die Beurteilung der Umsetzung jener Empfehlungen, die der RH bei einer vorangegangenen Gebarungsprüfung zum Thema Veranlagung der Erlöse aus der Verwertung der Wohnbauförderungsdarlehen und dem Verkauf der Beteiligungen abgegeben hatte.

## PRÜFUNGSERGEBNIS

Der RH stellt fest, dass von den 16 überprüften Empfehlungen des Vorberichts 15 vollständig umgesetzt wurden. Eine Empfehlung fiel wegen geänderter politischer Rahmenbedingungen des Landes Niederösterreich weg. Der Rechnungshof hat keine neuen Empfehlungen ausgesprochen.

## FESTSTELLUNGEN

Das Land Niederösterreich und die fibeg nahmen alle wesentlichen Bestimmungen der Mitteilung der Europäischen Kommission zur korrekten Verwaltung von Staatsfonds in die neue Kapitalanlagerichtlinie auf und setzten so die Empfehlungen des RH um.

Im Bereich des Risikomanagements konnte die Reaktionsgeschwindigkeit bei gefährlichen Marktentwicklungen durch einen neuen Notfallplan wesentlich erhöht werden. Darüber hinaus wurde ein umfangreiches Instrumentarium zur Vermeidung und Steuerung von Risiken entwickelt.

Das Land Niederösterreich und die fibeg setzten die Empfehlung des RH, bei Veranlagungen keine vermeidbaren Risiken zur Erzielung zusätzlicher Erträge einzugehen, durch den Einsatz eines umfangreichen Instrumentariums zur Risikobegrenzung um.

Das Land Niederösterreich und die fibeg setzten eine erweiterte Berichterstattung mit festgelegten Berichtsinhalten an Landesregierung und Landtag um und erfüllten damit die entsprechende Empfehlung des RH.

Der fibeg gelang es im Geschäftsjahr 2010/2011 – u.a. auch aufgrund der Umsetzung der vom RH empfohlenen risikobegrenzenden Maßnahmen – die Performance der von der fibeg herangezogenen Morningstar-Peer-Group deutlich zu übertreffen.

## 4. Struktur der Veranlagung

**Präzisierung der Veranlagungsgrundsätze.** Mit dem Beschluss im Juli 2009 hat der Landtag in Ergänzung der bestehenden Beschlüsse zur Veranlagung eine Präzisierung der Veranlagungsgrundsätze durch besondere Veranlagungsbestimmungen vorgenommen, welche sich grundsätzlich an den Regelungen des Pensionskassengesetzes orientieren.

**Die Grundsätze aus den Landtagsbeschlüssen sind:**

- Langfristigkeit
- Realisierung von Zusatzerträgen für das Land Niederösterreich
- Schaffung maastrichtrelevanter Einnahmen
- Aktive Verwaltung des Portfolios
- Ausarbeitung der Vermögenszusammensetzung mit einem Investmentberater
- 5% Ertragsziel, wobei mittelfristig (5 Jahre) unter Hinzurechnung der Ausschüttung ein Kapitalerhalt anzustreben ist.

**Spezialfonds, unabhängig bewertet.** Das übertragene Vermögen wird von der MASTERINVEST Kapitalanlage GmbH, einer unabhängigen, von der österreichischen Finanzmarktaufsicht konzessionierten Verwaltungsgesellschaft (Kapitalanlagegesellschaft, kurz KAG), im Rahmen von Investmentfonds (Spezialfonds in der Form von „Andere Sondervermögen“) entsprechend den Bestimmungen des Investmentfondsgesetzes 2011 (InvFG 2011) sowie des Alternativen Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG) verwaltet. Die Verwahrstelle (Depotbank), die Vorarlberger Landes- und Hypothekbank Aktiengesellschaft, bewertet die NOE Fonds laufend nach dem Marktwertprinzip und stellt einen NAV (Net Asset Value) nach Abzug der Kosten zur Verfügung.

Die Spezialfonds bestehen aus verschiedenen Fondssegmenten bzw. investieren wiederum in eigene Investmentfonds, für die jeweils ein eigener Asset Manager bestellt ist (Multi-Manager-Ansatz). Die Managerauswahl und die laufende Überprüfung erfolgt nach einem definierten Asset Manager Selektionsprozess.

Die Größe der Mandate/Investmentfonds ist im Wesentlichen abhängig von der Assetklasse (abhängig von der Markttiefe), vom Risikograd der Assetklasse und von der Managerperformance. Derzeit sind in Summe 17 verschiedene nationale und internationale Assetmanager mandatiert.

**Kostenbewusste Veranlagungsgebarung.** In Abhängigkeit von der jeweiligen Markteffizienz in den verschiedenen Assetklassen wird laufend zwischen aktiven und passiven Investitionsstrategien abgewogen. Es gilt, einen vernünftigen Kompromiss zwischen dem Marktrisiko (passiv) und aktiv gesuchten Marktrisiken im Rahmen eines Multi-Manager-Ansatzes zu finden. Darüber hinaus sind die mandatierten Manager vertraglich verpflichtet, das Prinzip der „Best Execution“ umzusetzen, d.h. im Interesse

der NOE Fonds bei einem Geschäft die jeweils günstigste Ausführung zu gewährleisten.

**Überwachung und Prüfung der Richtlinien auf Einhaltung.** Für sämtliche Veranlagungssegmente gibt es strikte Investmentrichtlinien, deren Einhaltung neben der fibeg auch von mehreren voneinander unabhängigen Stellen (Verwaltungsgesellschaft, Verwahrstelle, Wirtschaftsprüfer) laufend überwacht und geprüft werden.

**Fokus auf Risikomanagement.** Die Konsequenzen aus der Wirtschafts- und Finanzkrise haben das Augenmerk der Veranlagungsstrategie, insbesondere auf die Aspekte Risikomanagement und Liquidität verstärkt. Es wurden ein taktischer Asset Allokationsprozess und eine systematische Risikosteuerung implementiert. Für den Fall eines exogenen Marktschocks ist eine Notfallsteuerung vorgesehen, um die Reaktionsgeschwindigkeit im Portfolio zu erhöhen. Mit der laufenden Portfoliosteuerung der NOE Fonds wurde ein Dachfondsmanager beauftragt, dem ein Anlageausschuss beratend zur Seite gestellt ist. Der Anlageausschuss setzt sich aus Vertretern der fibeg, des Dachfondsmanagers und der Verwaltungsgesellschaft zusammen.

**Risikomanagement getrennt von Asset Management.** Es gilt der Grundsatz der Funktionstrennung zwischen Asset Management und Risikomanagement. Im Risikomanagement der fibeg kommt unter Berücksichtigung der Gesamtrisikosituation ein fünfstufiger Risikomanagementprozess zur Anwendung: Risikoidentifikation, Risikomessung, Risikobegrenzung (Limitvergabe), Risikoüberwachung (Limitkontrolle), Berichtswesen und Validierung. Die wichtigsten Eckpunkte des Risikomanagementsystems sind im Kapitel Risikomanagement des vorliegenden Berichts beschrieben.

**Langfristige Ausrichtung der Veranlagung.** Entsprechend der langfristigen Ausrichtung der Veranlagung wurde mit Russell Investments, einem internationalen Investmentberater, eine strategische Asset Allokation (kurz SAA) erarbeitet und für alle Kapitalanlagen (Assetklassen) wurden prozentuelle Bandbreiten definiert, innerhalb derer die taktische Portfoliosteuerung umgesetzt wird.

Im Sommer 2012 erfolgte ein Review dieser strategischen Asset Allokation. Dabei wurden in enger Abstimmung mit unserem strategischen Investmentberater die Zielvorgaben des Landes Niederösterreich mit der aktuellen Ertrags-Risikostruktur des Portfolios, der globalen Marktsituation und den mittel- bis langfristigen Markterwartungen abgeglichen.

Als Ergebnis der Empfehlungen von Russell Investments und den Beratungen im Beirat und Aufsichtsrat wurde eine neue strategische Asset Allokation festgelegt, die mit Beginn des neuen Fondsgeschäftsjahres am 1. November 2012 in Kraft getreten ist und weiterhin Gültigkeit hat.

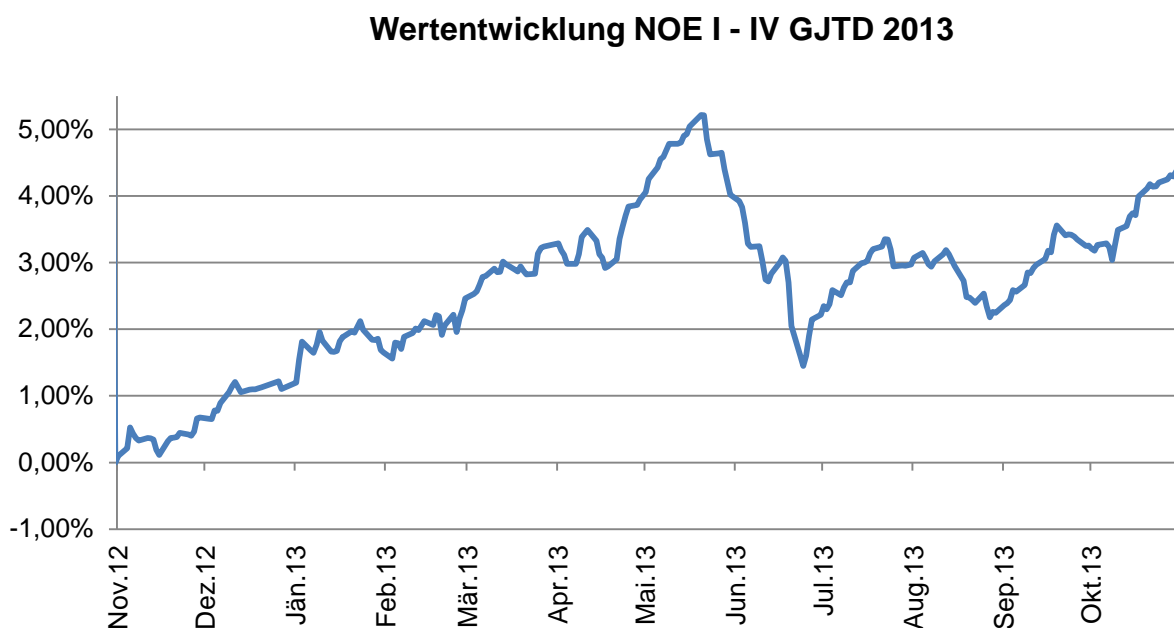
**Veranlagungsentscheidungen.** Sämtliche Veranlagungsentscheidungen erfolgen im Rahmen der in den einzelnen Assetklassen genehmigten Bandbreiten und vorgegebenen Risikolimits. Es gilt der Grundsatz, dass alle Assetklassen und konkret ausgewählten Anlageprodukte mit ihrem inhärenten Risiko verstanden, systematisch erfasst und bewertet werden können.

## 5. Entwicklung der Veranlagung

### 5.1. Performance des Geschäftsjahres 2012/2013

**Veranlagungsertrag 2012/2013.** Im Geschäftsjahr 2012/2013 wurde ein Veranlagungsertrag von EUR 131,3 Millionen erwirtschaftet. Dies entspricht einem Ertrag von +4,3% nach Kosten. Der durchschnittliche Veranlagungsertrag seit Beginn der Veranlagung liegt damit bei +2,3% pro Jahr nach Kosten.

Performanceentwicklung der NOE Fonds für das Geschäftsjahr 2012/13



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

**Die NOE Fonds im Marktvergleich.** Im Berichtszeitraum erwirtschaftete das Portfolio konsolidiert (Land NOE I - IV Fonds) einen Ertrag von + 4,3%. Im Vergleich zur Peer Group (188 in Deutschland registrierte Fonds, globale defensive Veranlagung in EUR, Quelle: Morningstar & LGT Capital Management), befindet sich das Portfolio im guten 2. Quartil. Der Median der Peer Group liegt bei + 3,14%.

**Entwicklung der Fondswerte.** Im Geschäftsjahr 2012/2013 (1. November 2012 – 31. Oktober 2013) veränderten sich die Fondswerte wie folgt:

**Entwicklung der Fondswerte im Geschäftsjahr 2012/2013**

<b>Alle Werte in EURO per Ultimo:</b>		31.10.2013	31.10.2012
Stand der Veranlagung NOE	EUR	3.151.400.000	3.305.000.000
Auszahlungen *	EUR	2.170.300.000	1.885.400.000
<b>Summe</b>	<b>EUR</b>	<b>5.321.700.000</b>	<b>5.190.400.000</b>
Einzahlungen	EUR	4.387.300.000	4.387.300.000
<b>Delta</b>	<b>EUR</b>	<b>934.400.000</b>	<b>803.100.000</b>
<b>Performance lfd. Geschäftsjahr</b>		<b>4,3%</b>	<b>6,0%</b>

\* Sämtliche Auszahlungen an das Land Niederösterreich inkl. vereinnahmter Garantieprämien aus dem Verkauf von Wohnbaudarlehen

Quelle: MASTERINVEST, fibeg

**Auszahlungen an das Land NOE während des Geschäftsjahres.** Während des Geschäftsjahres 2012/2013 wurden in Summe EUR 284,8<sup>1</sup> Millionen an das Land NOE ausbezahlt.

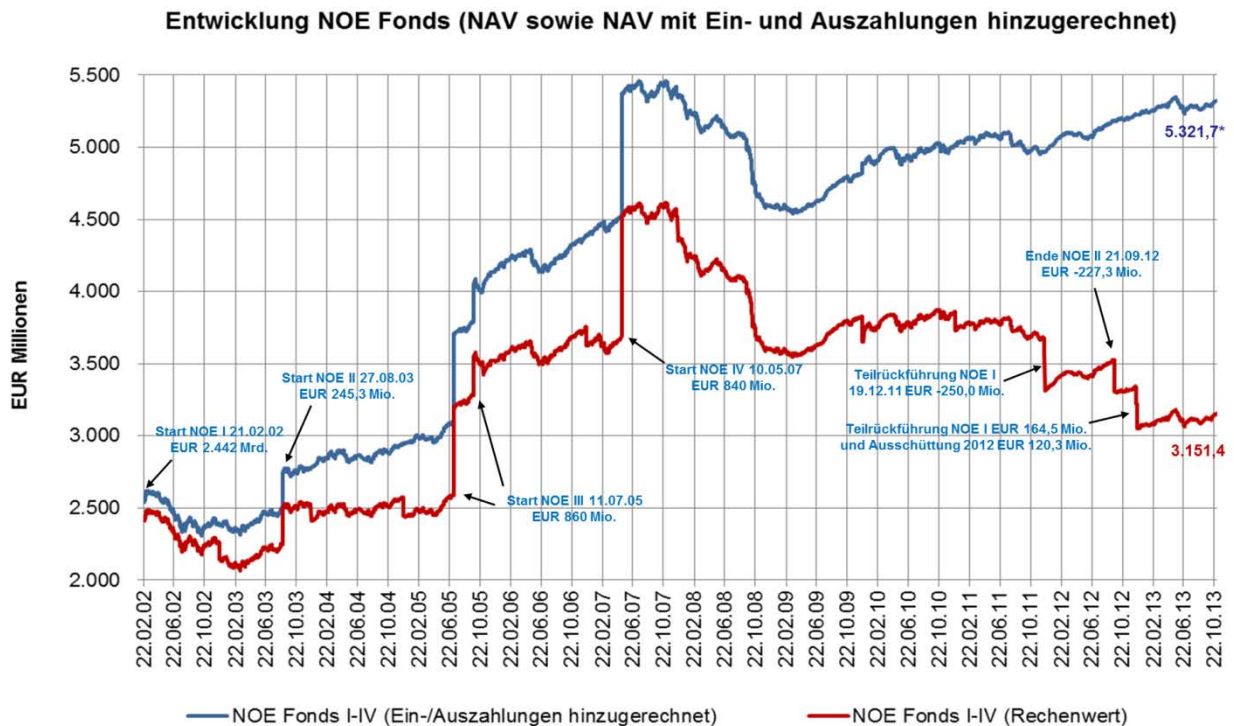
Im Dezember 2012 wurden EUR 120,3 Millionen für das Geschäftsjahr 2011/2012 ausgeschüttet. Mit dem Budgetbeschluss 2012 hat der NÖ Landtag festgelegt, dass zusätzlich zur jährlichen Ausschüttung im Jahr 2012 weitere EUR 392 Millionen an Kapital aus der Veranlagung rückgeführt werden sollen. Im September 2012 (Geschäftsjahr 2011/2012) wurde daher der erste Teilbetrag in Höhe von EUR 227,3 Millionen an das Land NÖ rückgeführt. Im Dezember 2012 (Geschäftsjahr 2012/2013) wurde der zweite Teilbetrag in Höhe von EUR 164,5 Millionen als Kapitalrückführung (Teilauflösung NOE I Fonds) an das Land NOE überwiesen.

Mit dem Budgetbeschluss 2013 hat der NÖ Landtag festgelegt, dass im Jahr 2013 eine weitere Kapitalrückführung an das Land NÖ in Höhe von EUR 338 Millionen durchgeführt werden soll. Diese wird im Geschäftsjahr 2013/2014 erfolgen.

1 - EUR 120,3 Millionen plus EUR 164,5 Millionen (Rundungsdifferenzen gegeben)



## Entwicklung NOE Fonds seit Beginn (in EUR Mio.)



\* Sämtliche Auszahlungen an das Land Niederösterreich inkl. vereinnahmter Garantieprämien aus dem Verkauf von Wohnbaurdarlehen

Quelle: MASTERINVEST, fibeg

## 5.2. Portfoliostruktur

**Globalere Ausrichtung.** Die Allokation der NOE Fonds wurde in den letzten 2 Jahren sukzessive globaler ausgerichtet. Diese Veränderung betrifft im Wesentlichen die Anlageklassen Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Aktien.

**Verkürzung der Duration.** Bei Anleihen wurde aufgrund des derzeit sehr niedrigen Zinsniveaus verstärkt auf eine kurze Duration geachtet. Mit der Reduktion des Zinsänderungsrisikos wurde für den Fall eines allfälligen Zinsanstiegs Vorsorge getroffen.

**Geldmarkt.** Der Geldmarktanteil wurde zu Beginn des Geschäftsjahres laufend verringert und erst ab Mitte des Geschäftsjahres wieder erhöht und beträgt nun inklusive Absicherungen 23,4%. Dieser Bestand ist notwendig, um die geplanten Auszahlungen an das Land im November/Dezember 2013 zu gewährleisten. Weiters ist der Geldmarktanteil Ausdruck für unsere vorsichtige Positionierung.

**Unternehmens- und Finanzanleihen.** Der Anteil an Unternehmensanleihen inklusive Finanzanleihen beträgt 23,3%, wobei der Schwerpunkt bei international ausgerichteten Unternehmen liegt.

**Staatsanleihen.** Der Anteil von Staatsanleihen beträgt 7,2%, wobei der Schwerpunkt bei internationalen Staatsanleihen liegt und je nach Renditeniveau verstärkt Opportunitäten am Markt wahrgenommen werden, um die negativen Realrenditen bei AAA-Schuldern kompensieren.

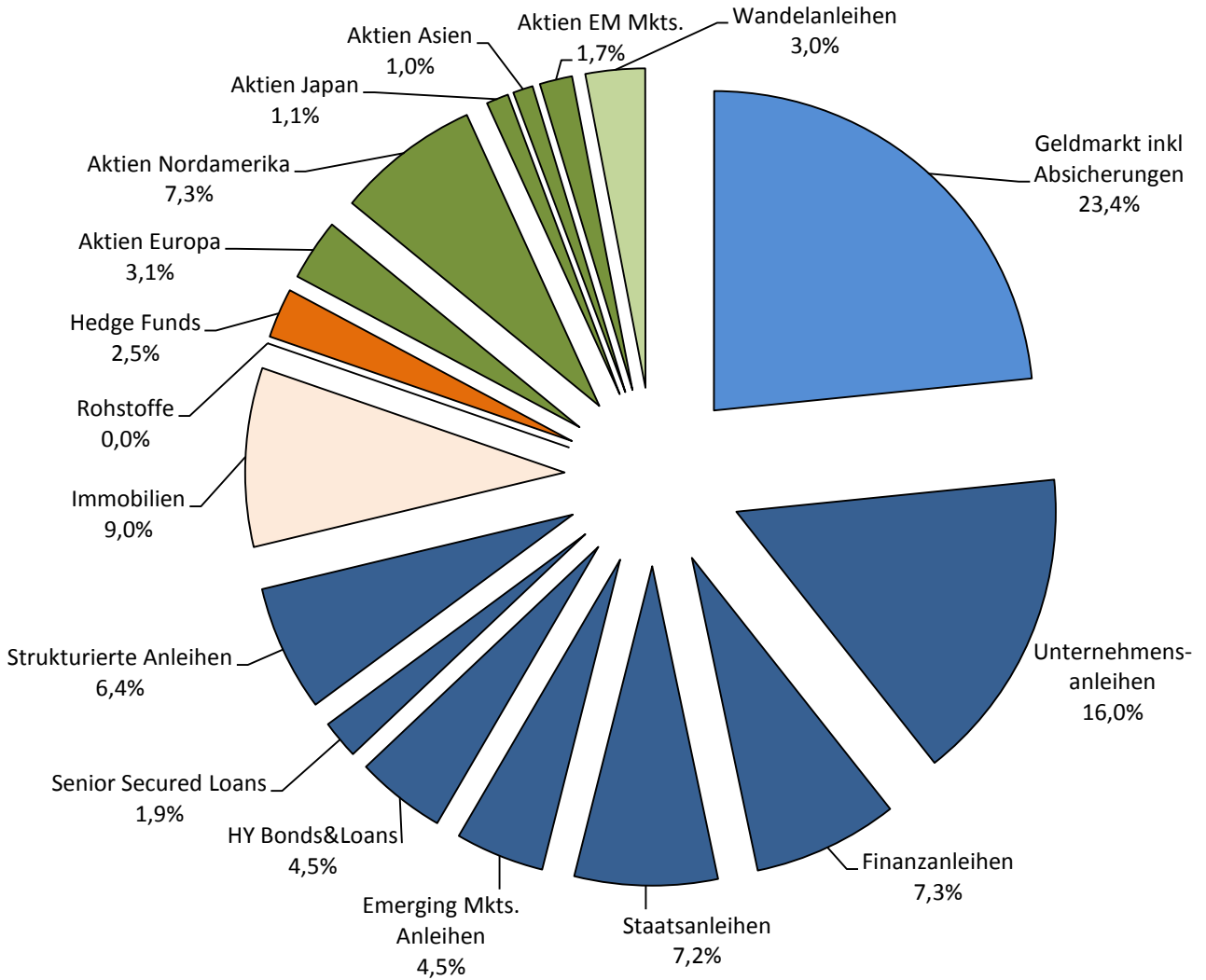
**Sonstige Anleihen.** Darunter fallen Emerging Markets (EM), High Yield Bonds (HY) & Loans sowie Strukturierte Anleihen. In Summe beträgt der Anteil dieser Anleihen 17,3%. Im Bereich HY und EM wurde die Allokation leicht verringert, bei strukturierten Anleihen wurde ebenfalls eine Reduktion vorgenommen und damit die Liquidität weiter verbessert.

**Immobilien.** Das Investment in Immobilien beträgt 9,0% des Veranlagungsvolumens. Es handelt sich hierbei um Veranlagungen in institutionelle Immobilienfonds, die vornehmlich in Büroimmobilien sowie Einkaufszentren in zentralen städtischen Lagen investieren. Die Investments in Immobilienfonds wurden während der gesamten Berichtsperiode konstant gehalten und es gab kaum Veränderungen.

**Alternative Investments.** Der Anteil an alternativen Investments beträgt in Summe knapp 2,5% und wurde damit im Berichtszeitraum um 4,5% reduziert. Dabei wurden die Rohstoffzertifikate gänzlich abgebaut und die Hedgefonds um 1,7% reduziert.

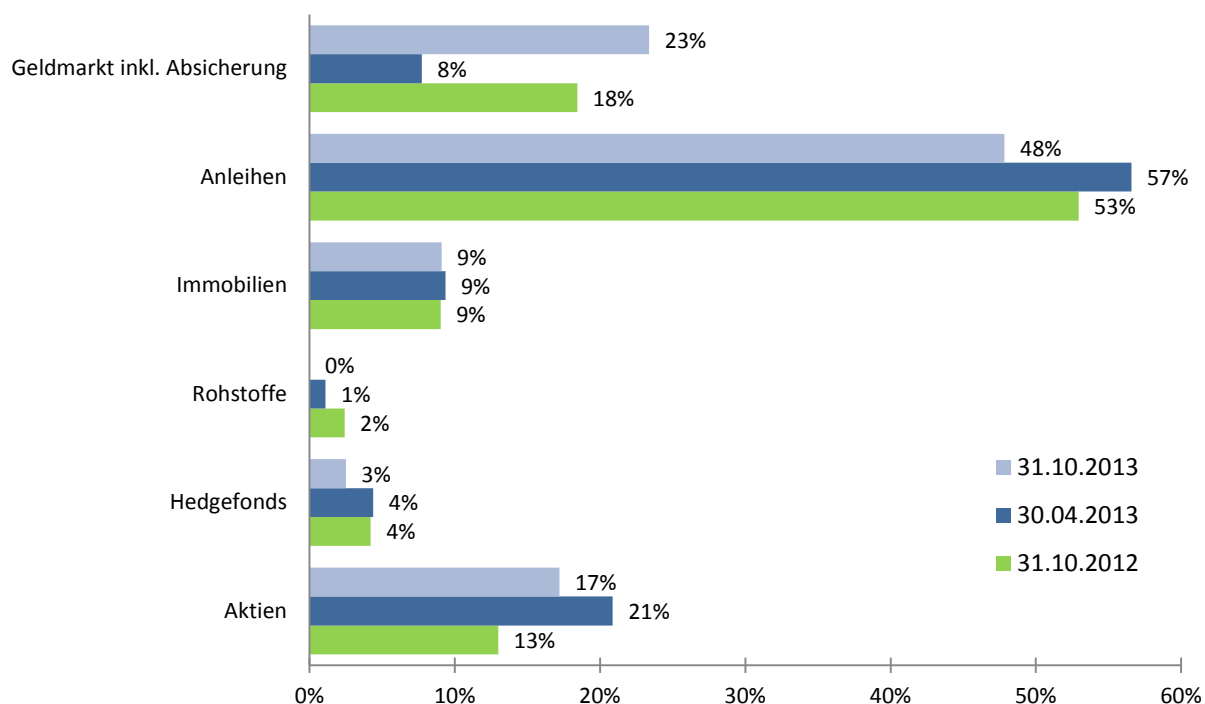
**Aktien (inkl. Wandelanleihen).** Der Anteil bei Aktien inklusive Wandelanleihen beträgt 17,2%. Der Aktienanteil wurde während des Jahres erhöht. Zukäufe erfolgten im Bereich MSCI Welt. Das Segment Wandelanleihen (3,0%) wurde im Geschäftsjahr 2012/13 um 0,9% erhöht.

**Gewichtung der einzelnen Anlageklassen zum 31. Oktober 2013**  
 NOE Fonds I, III und IV konsolidiert



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

## Portfolio-Veränderung der NOE Fonds innerhalb des Geschäftsjahres 2012/2013



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

## 6. Risikomanagement

Unter Risiko versteht die fibeg unerwartete, ungünstige zukünftige Entwicklungen, die sich nachteilig auf die Ertragslage des veranlagten Vermögens auswirken könnten.

Ausgehend von den strategischen Veranlagungszielen, die sich aus den vom NÖ Landtag beschlossenen Grundsätzen ableiten, erfolgt die Umsetzung aller wesentlichen Geschäftsaktivitäten unter risikostrategischen Gesichtspunkten und unter besonderer Beachtung der Einhaltung eines festgelegten Risikobudgets.

Die fibeg ist besonders bestrebt, ein gesundes Verhältnis von Risikobudget zu den tatsächlich eingegangenen Risiken zu gewährleisten. Um dies zu erreichen, ist die Aufgabe des Risikomanagements die Identifikation, Messung und Steuerung der Risiken. Zur Steuerung des Risikos stehen einerseits fibeg-interne Risikoanalysen sowie ein externes Risikosteuerungsmodell zur Verfügung.

**Risikoidentifikation.** Folgende Risiken werden in der fibeg spezifisch identifiziert:

- **Kreditrisiko:**
  - Ausfalls- und Kontrahentenrisiko
  - Konzentrationsrisiko
  - Länderrisiko
- **Marktrisiko:**
  - Zinsänderungsrisiko
  - Fremdwährungsrisiko
  - Spreadänderungsrisiko
  - Aktienrisiko
  - Immobilienrisiko
  - Risiko der Alternative Investments

**Risikomessung für das Gesamtportfolio auf Basis Value-at-Risk.** Der Risikomanager liefert auf monatlicher Basis eine Value-at-Risk-Berechnung (kurz: VaR-Berechnung) über das gesamte Portfolio. Im Rahmen der VaR-Berechnung erfolgt eine Zerlegung und Analyse der Risiken nach Risikofaktoren sowie nach Assetklassen, wobei Diversifikationseffekte aufgrund einer Korrelationsmatrix berücksichtigt werden. Der VaR (Konfidenzniveau 95%, Haltedauer 5 Tage) stellt ein State-of-the-Art Instrument zur Risikoquantifizierung dar. Es handelt sich dabei um eine statistische Messmethode auf Basis der Wertschwankung der Vergangenheit (=Volatilität), welche auf die Standardnormalverteilungsfunktion angewendet wird. Der so ermittelte Wert stellt den maximalen Verlust dar, der in 95 von 100 Fällen (=Konfidenzniveau 95%) innerhalb eines Beobachtungszeitraums von 5 Tagen (=Haltedauer 5 Tage) statistisch nicht überschritten wird. Zur Messung der Risiken verwendet der Risikomanager als System "UBS-Delta". Es werden dabei sämtliche Portfoliopositionen auf Einzelgeschäftsebene im Risikosystem abgebildet und anschließend der Value-at-Risk ermittelt.

**Kreditrisiko-Management.** Kreditrisiko ist die Gefahr von finanziellen Verlusten die entstehen, wenn ein Vertragspartner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt. Die Risikobetrachtung fokussiert sich dabei auf folgende Arten des Kreditrisikos: Kontrahenten- bzw. Ausfallrisiko, Konzentrationsrisiko und Länderrisiko.

Zur Ermittlung des Kontrahenten- und Ausfallrisikos wird auf Basis der Ausfallswahrscheinlichkeit ein zu erwartender Verlust für die Gesamtposition ermittelt. Das Konzentrationsrisiko stellt eine Differenzierung bei der Betrachtung der Portfoliodiversifikation dar. Das Länderrisiko stellt ein politisches Transferrisiko dar. Die Kreditexposures werden dabei im jeweiligen Sitzland ausgewiesen.

**Marktrisiko-Management.** Zum Zweck der effizienten Messung und Überwachung des Zinsrisikos verfügt die fibeg über ein Analyseinstrumentarium (Zins-Gap-Struktur je Branche und Fonds, Sensitivitätsanalyse, Durationsanalyse, Zins-Var-Analyse), das die Prognose und gezielte Steuerung des Zinsänderungsrisikos ermöglicht.

Das Fremdwährungsrisiko, d.h. das Risiko der Wertänderung des NAV aufgrund von Fremdwährungsschwankungen, wird auf Gesamtebene sowie je Branche und Fonds ermittelt und überwacht. Die Veranlagungsbestimmungen des Landtages sehen eine maximale Grenze für das Fremdwährungsexposure von 30% vor.

Das Spreadänderungsrisiko (Risiko der Veränderung des Zinsaufschlages) wird auf Gesamtebene sowie je Branche und Fonds ermittelt und überwacht. Die Analyse zeigt dabei die Auswirkungen einer Ausweitung der Risikoaufschläge um 25 BP (Basispunkte) auf den Marktwert der Anleihen.

Die Messung des Risikos aufgrund von Investitionen in Aktien, Immobilien und Alternative Investments erfolgt auf Basis Value-at-Risk.

**Risikoüberwachung/Risikosteuerung.** Die Risikoüberwachung erfolgt durch den Risikomanager, der die Risikosteuerung entsprechend einem Frühwarn-Ampelsystem überwacht. Ziel der Risikosteuerung ist es, die Unterschreitung einer vorher definierten Wertuntergrenze zu vermeiden. Die Wahrscheinlichkeit der Unterschreitung (kurz: Shortfall-Wahrscheinlichkeit) wird laufend beobachtet.

**Funktionsweise des Frühwarn-Ampelsystems.** Die Steuerung funktioniert nach dem anschaulichen Prinzip einer Verkehrsampele. Der Wertebereich des Portfolios wird in drei Zonen eingeteilt: grün, gelb und rot. Ziel der Steuerung ist es, Verluste zu begrenzen.

Im grünen Bereich erfolgt die Portfoliosteuerung gemäß dem üblichen TAA-Prozess (Taktische Asset Allokation) des Dachfonds-/Risikomanagers, d.h. aus Risikosicht ist keine Übersteuerung der aktuellen Positionierung notwendig. Sinkt der Portfoliowert in den gelben Bereich, werden die Portfoliowerte sukzessive in ein defensives, so genanntes „Fallback“-Portfolio umgeschichtet. Falls der Portfoliowert aufgrund widriger Marktumstände weiter sinken sollte, schaltet das Ampelsystem auf rot: Nun ist das Portfolio zu 100% im „Fallback“-Portfolio investiert.

Wesentlich ist, dass die Umschichtungen sowie die Berechnung des „Fallback“-Portfolios rein systematisch erfolgen.

**Risikokennzahlen.** Der herausfordernden Marktsituation im abgelaufenen Fondsgeschäftsjahr wurde vor allem dadurch Rechnung getragen, dass im Bereich des Marktrisikos das Zinsänderungsrisiko durch Absicherungen verringert wurde, wodurch sich die Risikosituation taktisch und systematisch gegenüber dem Fondsgeschäftsjahr

2011/2012 reduziert hat. Per Stichtag 31.10.2013 zeigt sich folgendes Bild von ausgewählten Risikokennzahlen.

### Risikokennzahlen

	31.10.2013	31.10.2012
<b>Duration (inklusive Geldmarkt und Absicherungen) in Jahren</b>	2,3	3,1
<b>Mittlere Restlaufzeit der Anleihen in Jahren</b>	7,2	6,9
<b>Offene Fremdwährungsposition in der Veranlagung</b>	12,2%	12,9%
<b>Durchschnittsrating der Anleihen inkl. Festgelder</b>	A-	A-
<b>Anteil Anleihen ohne Rating (bezogen auf Gesamtveranlagung)</b>	2,0%	2,3%

Quelle: MASTERINVEST, fibeg

Die Duration (inkl. Geldmarktveranlagungen und Zins-Absicherungen) ist mit 2,3 Jahren relativ kurz, wodurch das Portfolio nur in geringerem Ausmaß dem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt ist. Die offene Fremdwährungsposition beträgt 12,2% des Portfolios. Der Rest des Portfolios ist in EUR denominiert bzw. wird über Devisentermingeschäfte hinsichtlich Fremdwährungskursschwankungen abgesichert. Das Marktrisiko des Portfolios auf Basis einer Value-at-Risk-Analyse mit Konfidenzniveau 99% bei einer Haltedauer von 20 Tagen weist einen Wert von EUR 104,1 Millionen auf. Die Volatilität des Portfolios beträgt 5,0%.

## 7. Prüfbericht 2013

Die Einhaltung der Veranlagungsbestimmungen (Vorgaben des NÖ Landtages gem. Beschluss vom 2. Juli 2009) werden jährlich von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer überprüft und das Prüfergebnis den Organen der Gesellschaft und dem Landtag von Niederösterreich vorgelegt.

### Übersichtstabelle zu den Veranlagungsbestimmungen der NOE Fonds per 31.10.2013

Veranlagungsbestimmungen	Anlageklassen	Allokation per 31.10.2013 in %	Max. Allokation in % lt. VL RL
<b>Asset Allokation</b>			
II Abs. 1 Zi. 2 (d)	Anleihen (inklusive Geldmarkt)	71%	100%
II Abs. 1 Zi. 3 (b)+Zi.4c	Aktien inkl. Alternative Investments	20%	40%
II Abs. 1 Zi. 5 (a)	Immobilien	9%	10%
<b>Anleihen</b>			
II Abs. 1 Zi. 2 (e)	Investmentgrade (inkl. proxy ratings)	38%	100%
II Abs. 1 Zi. 2 (e)	High Yield + Wertpapiere ohne Rating	10%	20%
<b>sonstige Bestimmungen</b>			
II Abs. 1 Zi. 8 (a)	Nicht gelistete Wertpapiere	4%	20%
II Abs. 1 Zi. 7 (a)	Währungsrisiko	12%	30%

Der Prüfbericht der Ernst & Young Wirtschaftsprüfungsgesellschaft m.b.H. über die Einhaltung der Veranlagungsbestimmungen für das der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragene Finanzanlagevermögen für das Rechnungsjahr vom 1. November 2012 bis 31. Oktober 2013 hat folgendes zusammenfassendes Ergebnis gebracht:

Zitat aus dem Prüfbericht 2013:

*„Aufgrund der bei unserer Prüfung gewonnenen Erkenntnisse stimmt die Veranlagung des der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragenen Finanzanlagevermögens für den Berichtszeitraum vom 1. November 2012 bis 31. Oktober 2013 mit dem vom Landtagsbeschluss vom 2. Juli 2009 festgelegten Veranlagungsvorschriften überein“.*



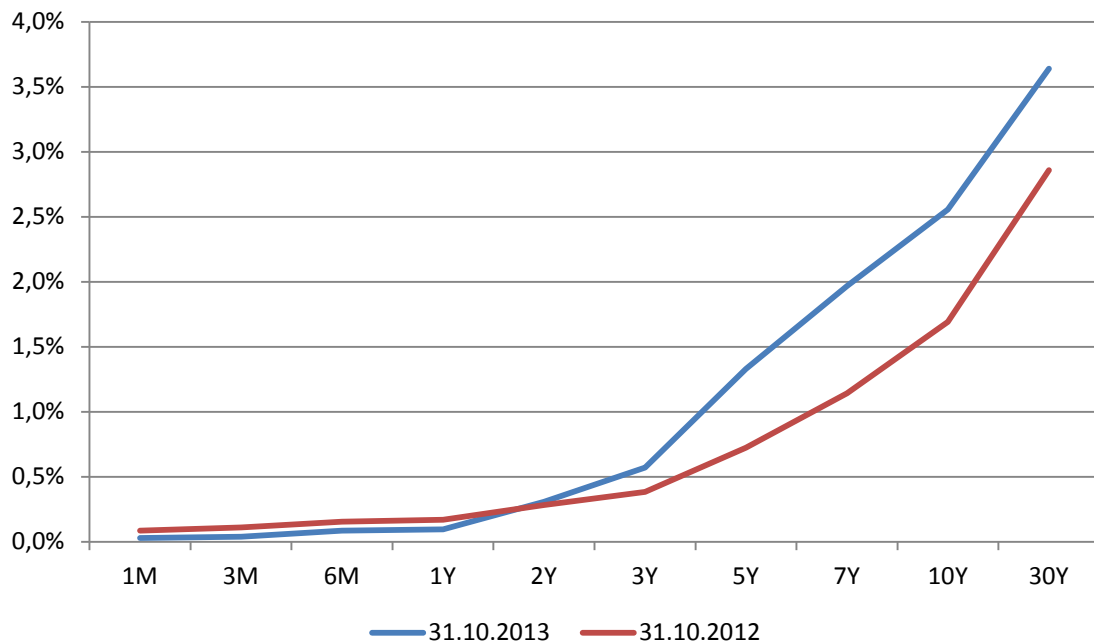
## 8. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

### 8.1. Rückblick 2012/2013

Zinswende und die Wende in der Eurokrise bestimmen das Marktgeschehen.

Das Berichtsjahr 2012/13 war geprägt von Wendepunkten. Einerseits die Wende der wirtschaftlichen Situation in der Eurozone, die laut Wirtschaftsindikatoren die Talsohle der Rezession durchschritten hat. Andererseits durch die im Mai 2013 seitens der US Notenbank (Fed) in Aussicht gestellte Reduzierung der monatlichen Liquiditätszufuhr durch Anleihenkaufprogramme im Ausmaß von derzeit USD 85 Milliarden (FED TAPERING), die auch zu kurzfristigen starken Verwerfungen an den globalen Anleihemärkten führte. Die Zinswende wurde eingeläutet, jedoch haben die innenpolitischen Turbulenzen rund um den US Budgetstreit die Fed zu einer Verschiebung dieser Maßnahmen auf einen späteren Zeitpunkt veranlasst. In Japan wiederum haben sehr aggressive Maßnahmen seitens der Notenbank zu einer wesentlichen Abwertung des JPY gegenüber den anderen Leitwährungen geführt. Die Schwellenländermärkte zeigten eine sehr durchwachsene Entwicklung. Speziell die konjunkturelle Lage in China wirft Fragezeichen auf.

#### US Zinskurve im Verlauf des Geschäftsjahres

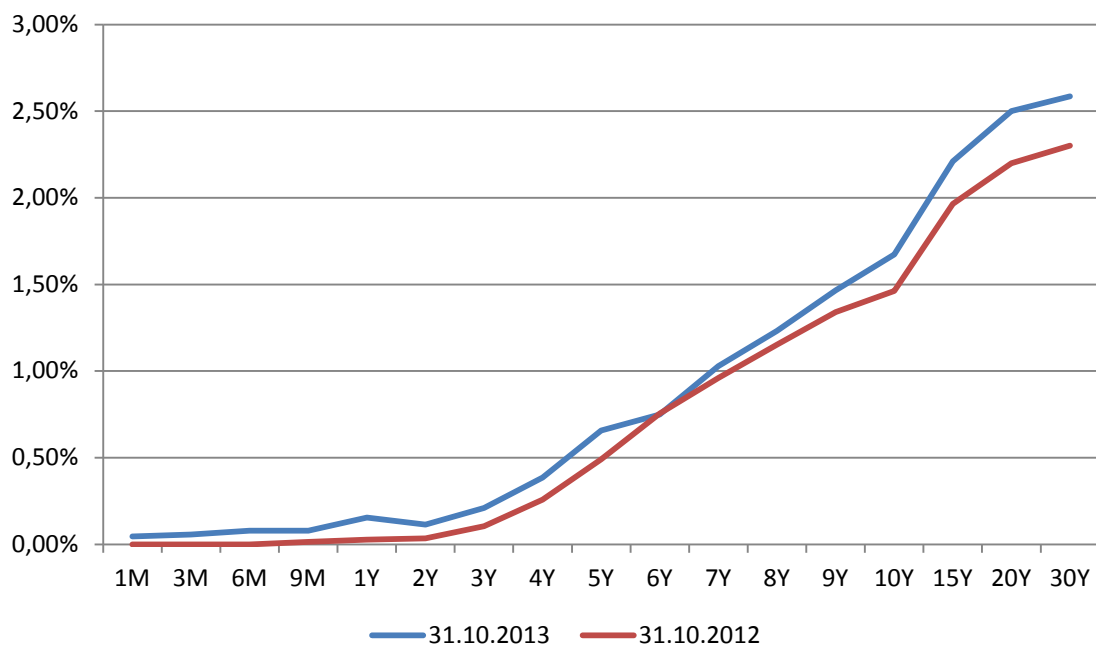


Quelle: Bloomberg

Die signifikante Verbesserung der Stimmungslage an den Anleihemärkten hat zu einer deutlichen Senkung der Refinanzierungskosten in der Euro Peripherie geführt. Die

Verbesserung der Stimmungslage war primär getrieben durch den Export (Spanien, Italien) und weniger durch eine Erholung des Arbeitsmarktes oder des Konsums. Frankreich kann in diesem Kontext ebenfalls auf sinkende Refinanzierungskosten verweisen, jedoch bleibt die Situation am Arbeitsmarkt sehr angespannt. Die Reformen (speziell am Arbeitsmarkt), die zu einer Verbesserung der Wirtschaftslage in Spanien und Italien geführt haben, fehlen in Frankreich. Die Wettbewerbsfähigkeit der französischen Wirtschaft bleibt nach wie vor negativ beeinträchtigt.

### EU Zinskurve im Verlauf des Geschäftsjahres

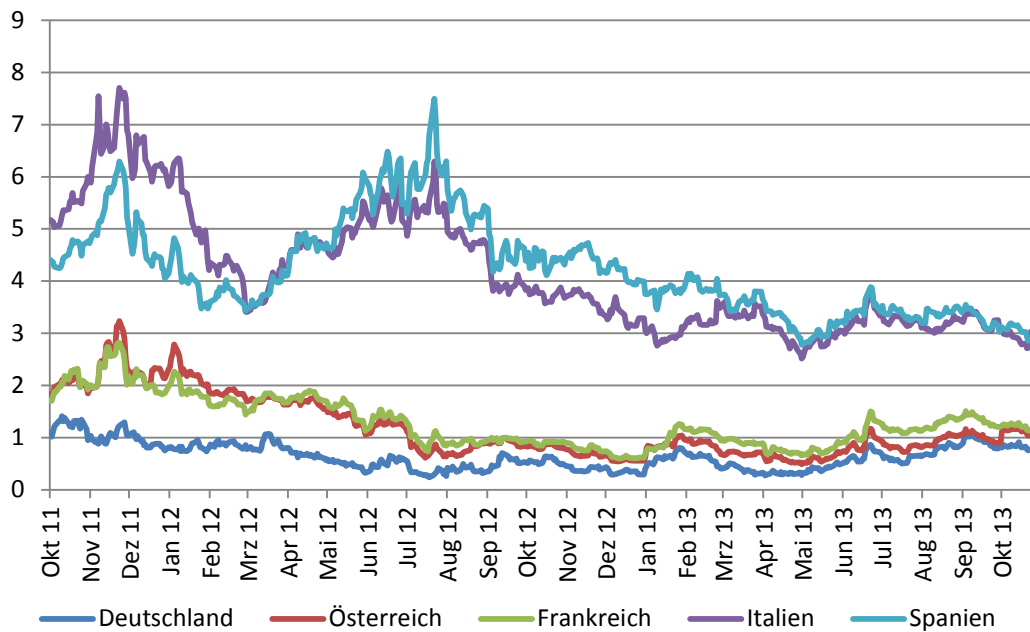


Quelle: Bloomberg

Deutschland konnte nach wie vor auf sehr solide Zuwächse - speziell in der Exportwirtschaft - verweisen. Jedoch haben die Handelsbilanzüberschüsse schon sehr beachtliche Größenordnungen erreicht. Für das Jahr 2013 wird für Deutschland ein Handelsbilanzüberschuss von rund USD 215 Milliarden prognostiziert, eine ähnliche Größenordnung wie China. Diese Entwicklung wird immer kritischer hinterfragt, da diese Überschüsse auf Kosten einer breiteren Erholung in der Eurozone erwirtschaftet werden. Nach den Wahlen befindet sich Deutschland noch im Prozess der politischen Verhandlung zur Bildung einer Koalition. Die Herausforderungen bezüglich der Einführung neuer Impulse zur Ankurbelung der Binnennachfrage werden jedoch steigen.

Die Tatsache, dass mit der Wahl von Shinzo Abe auch in Japan eine sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik etabliert wurde, verdeutlicht ebenfalls den globalen Pfad für die monetäre Expansionspolitik in der Zukunft. Trotz der sich verbessernden Datenlage in der Eurozone wird auch die EZB ihren Kurs beibehalten.

## Refinanzierungskosten in der EU Peripherie deutlich von rekordhohen Niveaus gefallen Renditen von Staatsanleihen mit 5-jähriger Restlaufzeit

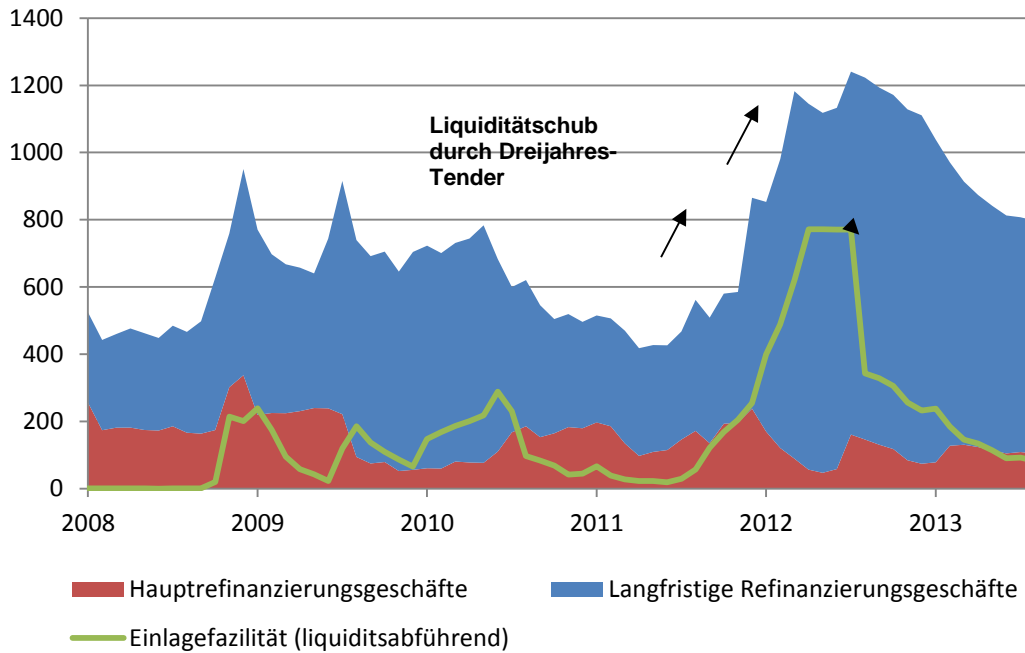


Quelle: Bloomberg

Die zunächst trübe Datenlage in der Eurozone zu Jahresbeginn hatte die EZB dazu veranlasst, weiterhin eine expansive Geldpolitik mit konventionellen wie auch unkonventionellen Mitteln in Aussicht zu stellen. Die allmähliche Beruhigung an den Finanzmärkten – speziell in der ersten Jahreshälfte 2013 – führte zu keiner veränderten Haltung. Die EZB senkte im Mai 2013 den Hauptrefinanzierungssatz um weitere 25 Basispunkte auf 0,5% und verlängerte die unbegrenzte Zuteilung bei Refinanzierungsgeschäften bis mindestens 2014. Eine weitere Zinssenkung ist nicht auszuschließen. Wahrscheinlicher sind aber Initiativen der EZB zur Ankurbelung der Kreditvergabe an KMUs in den Peripherieländern. Die Risiken für die Konjunktur der Eurozone standen für EZB-Chef Draghi stärker im Vordergrund, womit die Beibehaltung der jetzigen EZB Politik sehr wahrscheinlich ist. Der Aufwärtstrend der Stimmungs- und Wirtschaftsindikatoren trotz bestehender politischer Unsicherheiten spricht mittelfristig für eine anziehende Konjunktur.

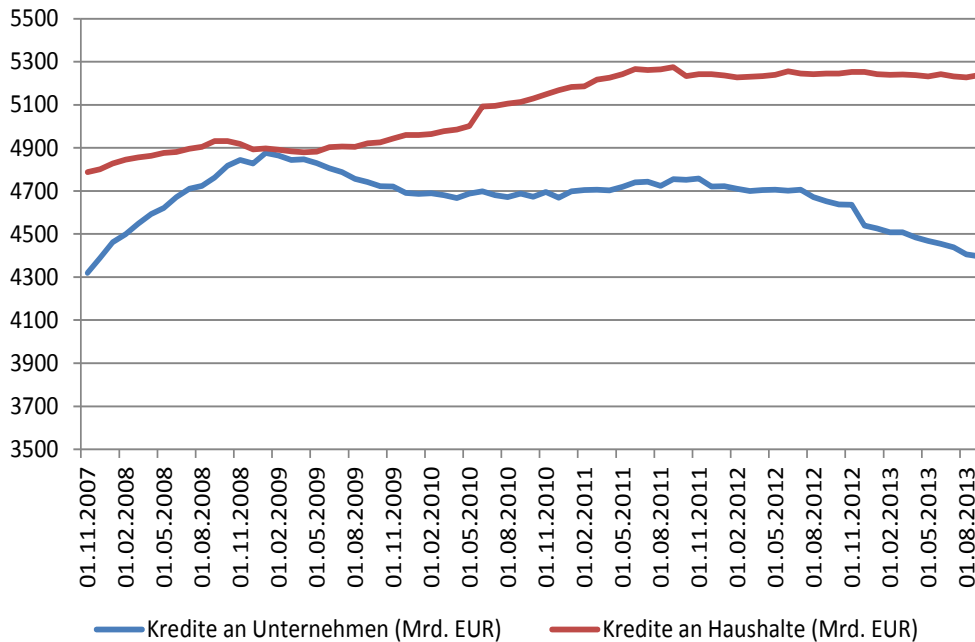
## Geschäftsbanken sicherten sich weniger langfristige EZB-Liquidität

EZB Offenmarktgeschäfte (in EUR Mrd.)



Quelle: Bloomberg

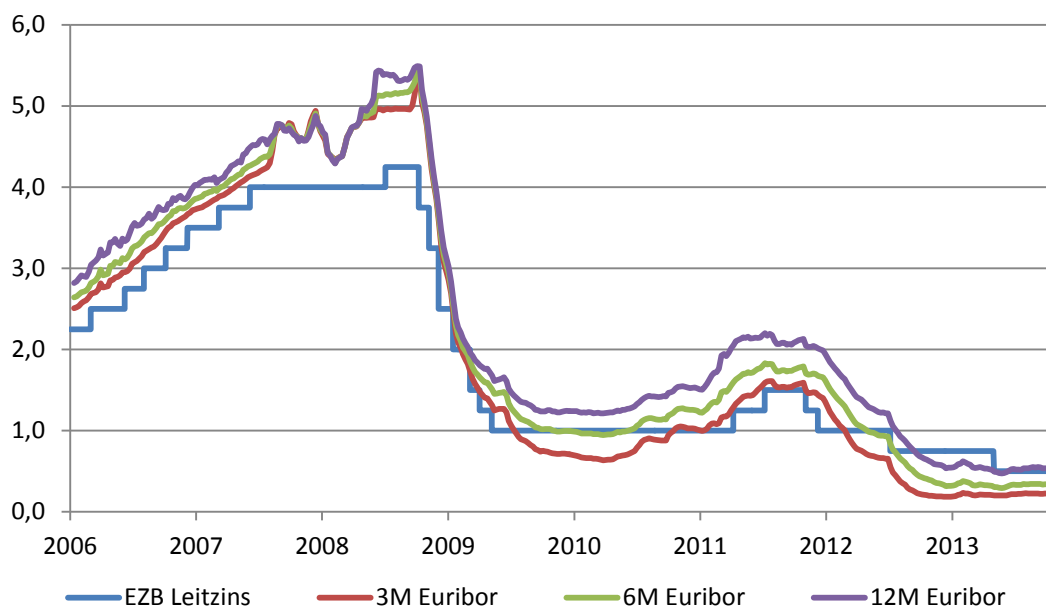
## EZB-Überschussliquidität resultiert nicht in Kreditwachstum



Quelle: Bloomberg

## EZB-Überschussliquidität drückt Geldmarktzinsen

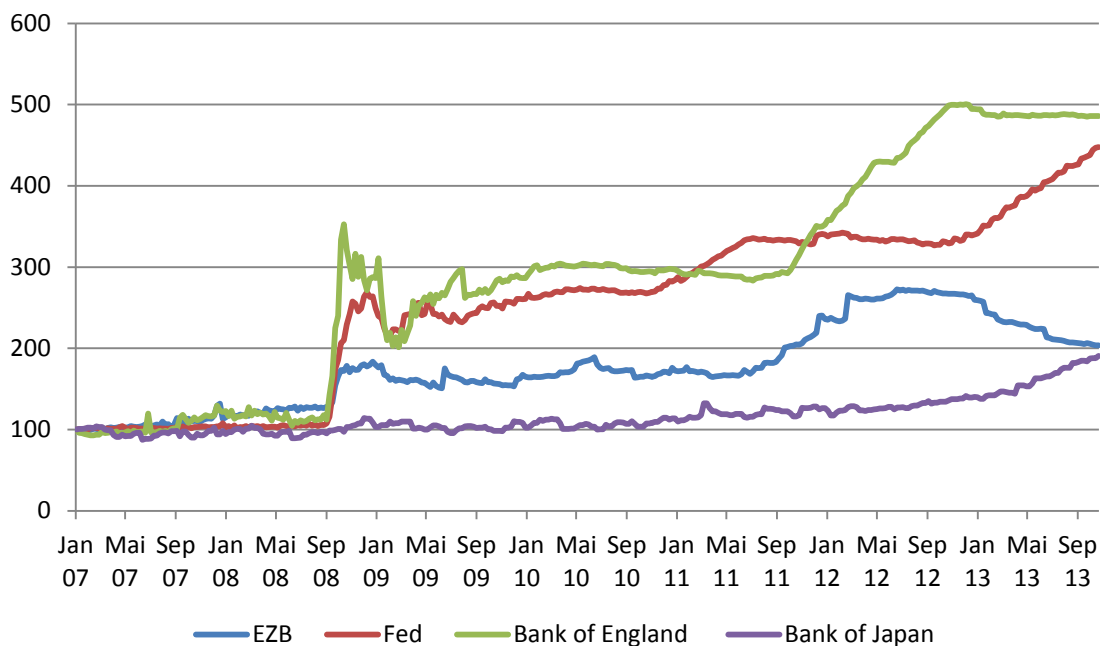
### EZB-Leitzins und Euro-Geldmarktsätze



Quelle: Bloomberg

Die Inflation innerhalb der Eurozone bleibt nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau und liegt derzeit mit 1% deutlich unterhalb der Zielmarke der EZB von 2%. Die Arbeitslosigkeit in der Eurozone bleibt mit 12,2% auf dem höchsten Niveau seit Gründung der Einheitswährung 1999. Diese Daten würden an sich reichen, um eine weitere Lockerung der Geldpolitik in Aussicht zu stellen, jedoch bleiben die Optionen sehr beschränkt, weil nur mehr 2 Zinsschritte zu je 25 Basispunkten möglich sind, bis die Leitzinsen das Nullniveau erreichen.

## Expansive Politik der Notenbanken im Vergleich Ausweitung der Zentralbankbilanzen (in Prozent)



Quelle: Bloomberg

EZB-Chef Draghi hat immer wieder betont, dass noch ausreichende Mittel und Instrumente zur Verfügung stehen, um die Märkte zusätzlich mit Liquidität zu versorgen. Diesbezüglich wurde auch eigens eine Arbeitsgruppe etabliert, um die Optionen und die technische Umsetzbarkeit zu sondieren.

Neue Maßnahmen könnten langfristige Refinanzierungszusagen mit fixen und variablen Zinsen beinhalten, wie auch unterschiedliche Laufzeiten oder ein Regelwerk, wie die Banken diese neugeschaffene Liquidität zu verwenden haben.

Andere Maßnahmen können noch eine Änderung betreffend der Mindestreserven und der Besicherung von Einlagen beinhalten, sowie auch die Suspendierung von liquiditätsreduzierenden Maßnahmen.

Die Ratsmitglieder versuchen die Notwendigkeit solcher Maßnahmen durch gezielte Äußerungen herunterzuspielen, speziell im Hinblick auf die sehr signifikant gesunkenen kurzfristigen Zinsen. Die Zinssätze für Tageseinlagen sind seit Juni 2013 (0,33%) bis auf 0,18% zum Ende des Geschäftsjahres im Oktober gesunken. Ein Indiz dafür, dass sich die Situation an den europäischen Finanzmärkten weiter stabilisiert hat.

Obwohl EZB-Chef Draghi die Möglichkeit von negativ verzinsten Einlagefazilitäten nicht ausgeschlossen hat, haben einige Ratsmitglieder die Konsequenzen als nicht abschätzbar bezeichnet.

Negative Zinsen auf Überschussliquidität könnten die Ertragskraft der europäischen Banken negativ beeinflussen, was zur Folge hätte, dass die Transformationsmechanismen durch eine verringerte Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte wiederum negativ beeinflusst werden und Turbulenzen am Interbankenmarkt zum wiederholten Male auftreten könnten.

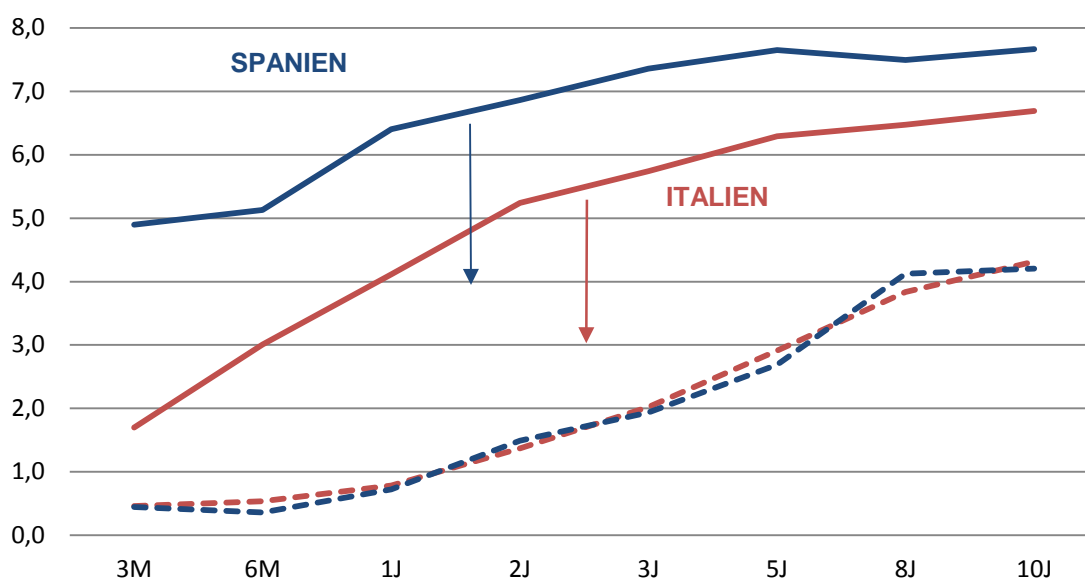
Der zwischenzeitlich schwache Dollar hatte zudem den Druck auf die EZB erhöht, da ein zu starker Euro ein wesentliches Fundament der Erholung in der Eurozone negativ beeinflusst. Die Exporte würden unter einem zu starken Euro leiden, und somit auch die sich langsam abzeichnende wirtschaftliche Erholung in der Peripherie gefährden.

Zum Ende des Geschäftsjahres notierte der Euro bei der Marke von 1,38 zum USD. Die sehr niedrige Inflation und ein mögliches Abrutschen in eine Deflation im Euroraum bleibt eine der wesentlichsten Herausforderungen für die EZB. Die Ankurbelung der Nachfrage erweist sich als besonders schwierig, speziell zu einem Zeitpunkt, wo Banken dazu angehalten sind, erhöhte Eigenkapitalvorschriften zu erfüllen.

Die von Deutschland präferierte Sparpolitik stellt die Peripherieländer und insbesondere Frankreich vor große Herausforderungen, die mittel- bis langfristig die Erholung dieser Volkswirtschaften in Frage stellen.

### Günstigere Refinanzierung durch EZB-Kehrtwende

Zinskurven VOR\* und NACH\*\* der EZB-Ankündigung potenziell unbegrenzter Anleihekäufe



\* Stichtag 27. Juni 2012

\*\* Stichtag 31. Oktober 2013

Quelle: Bloomberg

## Alle wichtigen Notenbanken halten am expansiven Kurs fest.

Im Berichtsjahr 2012/13 war die Ankündigung von Fed-Chef Bernanke am 22. Mai den Ausstieg aus der quantitativen Lockerungspolitik der US Notenbank vorzubereiten, der Ausgangspunkt für sehr signifikante Verwerfungen an den globalen Anleihemärkten. Positive Konjunkturdaten im ersten Halbjahr und die avisierte Reduktion der monatlichen Ankäufe im Ausmaß von USD 85 Milliarden um anfänglich USD 20 Milliarden läuteten für viele Marktteilnehmer die schon befürchtete Zinswende in den USA ein.

Die Gefahren einer zu langen lockeren Geldpolitik in Form von Preisblasen bei Vermögenswerten wurden als Hauptgrund für diese Ankündigung angeführt.

Die mangelnde Präzision dieser Aussagen haben zu vorübergehenden Verwerfungen bei den Anleihen gesorgt. Die Renditen bei langen Laufzeiten (10 J) sind über 100 Bp. auf 3% angestiegen. Die sehr steile Zinskurve diente als Beleg für eine nachhaltige Zinswende.

Am 19. Juni folgten Präzisierungen seitens der Fed, dass die angekündigte Reduktion der Stützungskäufe seitens der US Notenbank an einer weiteren Erholung der US Wirtschaft und speziell des Arbeitsmarktes gekoppelt sein wird. Die Datenlage hatte sich speziell bei den Konsumenten wesentlich verbessert. Das US Wachstum erreichte in der ersten Jahreshälfte 2013 die Marke von 1,8%. Eine breite Erholung der Immobilienpreise und der Finanzmärkte begleitete diesen Aufwärtstrend.

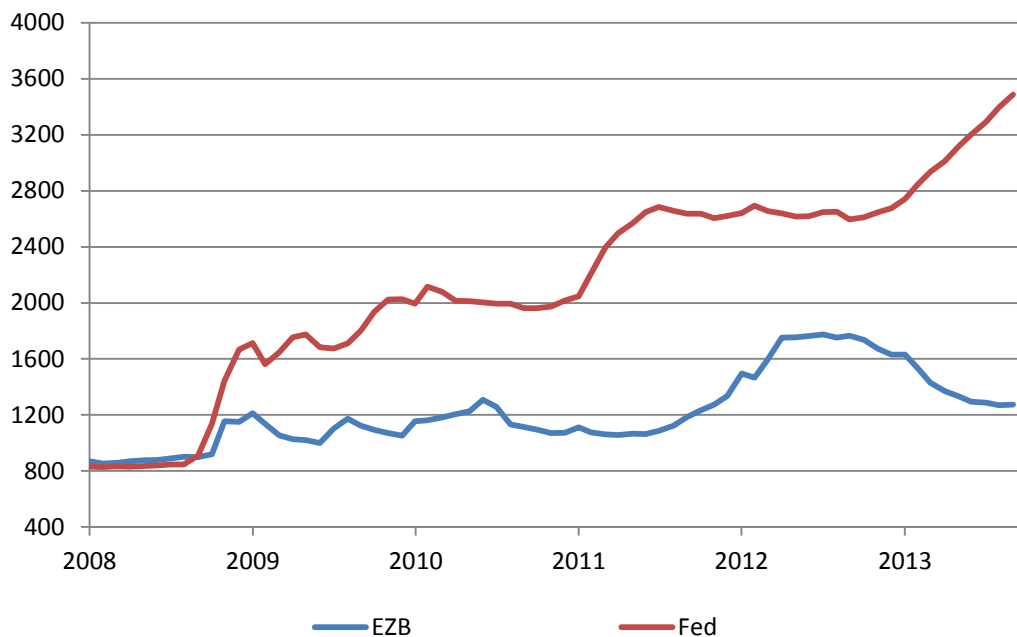
Schlussendlich hatte die Fed davon Abstand genommen diese Ankündigung in die Tat umzusetzen. Einerseits hatte sich die Datenlage im Sommer verschlechtert, andererseits hatten die innenpolitischen Spannungen hinsichtlich des US Budgets und der Anhebung der Schuldenobergrenze zu einer Kehrtwende bezüglich der angekündigten Reduktionen der Anleihekäufe durch die US Notenbank bei ihrer Sitzung am 18. September geführt.

In Folge erwies sich diese Zurückhaltung als richtig. Die antizipierten innenpolitischen Spannungen im US-Kongress führten zu einer massiven Verschärfung der Diskussion. Insbesondere die Unfähigkeit der US-Politik einen gemeinsamen Konsens bezüglich Haushalt und Anhebung der Schuldenobergrenze zu finden, führten im ersten Schritt zum „Government Shutdown“ und in weiterer Folge wurde ein „Default“ auf US-Staatsschulden ein stärker wachsendes Risiko.

Die unmittelbaren Folgen des „Government Shutdown“ liegen in negativen Revisionen des BIP und eine Beeinträchtigung des Immobilienmarktes durch nicht erfolgte Genehmigungen von Finanzierungsanträgen. Die Gefahr eines „Default“ wurde in letzter Sekunde durch Erhöhung des Schuldenlimits und der Verlängerung der Fristen bis Februar 2014 abgewendet. Dieses Thema bleibt jedoch auch im neuen Geschäftsjahr im Fokus.



## Zentralbank der USA setzt nach wie vor auf Liquiditätsausweitung Bilanzsumme der Notenbanken in Landeswährung (in Mrd.)



Quelle: Bloomberg

## Japan setzt erneut auf geldmarktpolitische Expansion.

Unter dem neuen Notenbankchef Kuroda wurde der Grundstein für einen noch expansiveren Kurs gelegt. Die Optionen beinhalten eine Verlängerung der Duration des Staatsanleihenportfolios, Ausweitung der Zukäufe auf riskantere Anlageklassen sowie explizitere Forward Guidance. Der Kurswechsel wird mit einer Fülle an neuen Maßnahmen vollzogen:

- Zielhorizont von 2 Jahren für das 2% Inflationsziel
- Verdoppelung der Notenbankgeldmenge bis Ende 2014
- Erhöhung des Ankaufvolumens an japanischen Staatsanleihen
- Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der gehaltenen Staatsanleihen von drei auf sieben Jahre
- Ausweitung der Käufe von ETF und japanischen Real Estate Investment Trusts (Reits)
- Die „Banknoten Regel“ wird einstweilen außer Kraft gesetzt. Diese Regel besagt, dass das Volumen an gekauften Staatsanleihen immer unter dem des JPY-Banknotenumlaufes gehalten werden muss.

Die unmittelbaren Folgen dieser Ankündigungen waren eine massive Abschwächung des JPY gegenüber allen anderen globalen Leitwährungen. Die japanischen Kapitalmärkte erfuhren dadurch einen sehr wesentlichen positiven Impuls.

## Gesamtwirtschaftlicher Überblick (Bloomberg: Konsensus der Analysten)

BIP real (% p.a.)					Inflation (% p.a.)				Arbeitslosenquote (%)					
	2011	2012	2013f*	2014f*		2011	2012	2013f*	2014f*		2011	2012	2013f*	2014f*
<b>USA</b>	1,8	2,8	1,6	2,6	<b>USA</b>	3,2	2,1	1,5	1,8	<b>USA</b>	8,9	8,1	7,5	6,9
<b>Eurozone</b>	1,6	-0,7	-0,3	1,0	<b>Eurozone</b>	2,7	2,5	1,5	1,5	<b>Eurozone</b>	10,2	11,4	12,1	12,1
Deutschland	3,3	0,7	0,5	1,7	Deutschland	2,5	2,1	1,6	1,8	Deutschland	7,1	6,8	6,8	6,7
Frankreich	2,0	0,0	0,1	0,9	Frankreich	2,3	2,2	1,1	1,6	Frankreich	9,6	10,3	11,0	10,9
Italien	0,5	-2,5	-1,7	0,5	Italien	2,9	3,3	1,5	1,4	Italien	8,4	10,7	12,1	12,4
Spanien	0,1	-1,6	-1,4	0,6	Spanien	3,1	2,4	1,7	1,1	Spanien	21,7	25,1	26,5	26,3
<b>Japan</b>	-0,6	2,0	1,9	1,6	<b>Japan</b>	-0,3	0,0	0,3	2,3	<b>Japan</b>	4,6	4,4	4,2	4,3
<b>China</b>	9,3	7,7	7,6	7,4	<b>China</b>	5,4	2,7	2,7	3,2	<b>China</b>	4,1	4,1	4,1	4,1
Budgetsaldo (% BIP)					Staatsverschuldung (% BIP)				Leistungsbilanzsaldo (% BIP)					
	2011	2012	2013f*	2014f*		2011	2012	2013f*	2014f*		2011	2012	2013f*	2014f*
<b>USA</b>	-9,8	-8,3	-5,8	-4,7	<b>USA</b>	99,4	102,7	106,0	107,3	<b>USA</b>	-3,0	-2,7	-2,5	-2,5
<b>Eurozone</b>	-4,2	-3,7	-3,1	-2,5	<b>Eurozone</b>	88,2	93,0	95,7	96,1	<b>Eurozone</b>	0,1	1,4	2,1	2,1
Deutschland	-0,8	0,1	-0,4	-0,1	Deutschland	80,4	81,9	80,4	78,1	Deutschland	6,2	7,0	6,6	6,0
Frankreich	-5,3	-4,9	-4,0	-3,5	Frankreich	85,8	90,2	93,5	94,8	Frankreich	-1,8	-2,2	-2,0	-1,8
Italien	-3,7	-2,9	-3,2	-2,1	Italien	120,8	127,0	132,3	133,1	Italien	-3,1	-0,5	0,6	1,0
Spanien	-9,6	-10,9	-6,7	-5,8	Spanien	70,4	85,9	93,7	99,1	Spanien	-3,7	-1,1	1,0	2,0
<b>Japan</b>	-9,9	-10,1	-9,5	-6,8	<b>Japan</b>	230,3	238,0	243,5	242,4	<b>Japan</b>	2,0	1,0	1,2	1,7
<b>China</b>	-1,3	-2,2	-2,5	-2,1	<b>China</b>	28,7	26,1	22,9	20,9	<b>China</b>	1,9	2,3	2,5	2,7

## 8.2. Ausblick 2013/2014

### Politische Risiken überschatten proaktive Notenbankpolitik

Die bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit in der europäischen Peripherie wurde noch zusätzlich durch die Vorgänge in Italien verdeutlicht. Die laufenden Verfahren und Verurteilungen des Ex-Premiers Berlusconi und die daraus resultierenden Spannungen innerhalb der regierenden Koalition von Premierminister Letta führten zu keinen wesentlichen negativen Implikationen an den Kapitalmärkten. Die Renditen italienischer Staatsanleihen blieben von diesen Vorgängen unbeeindruckt. Die Volatilität war vielmehr bei den deutschen Bundesanleihen und den anderen europäischen Schuldnern mit guter Bonität, bedingt durch die Ankündigungen seitens der US Notenbank die lockere Geldpolitik beenden zu wollen, am höchsten. Die europäische Peripherie hat substantiell Boden gut gemacht, jedoch bleiben die gesamtwirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum bescheiden. Die Talsohle der Rezession wird gerade durchschritten, jedoch fehlen die Impulse für eine wesentliche Verbesserung der Aussichten am Arbeitsmarkt. Frankreich verliert immer mehr den wirtschaftlichen Anschluss und könnte sich zu einer massiven Belastung für die gesamte Eurozone entwickeln. Eine Erholung der Datenlage ist bereits eingepreist, Wachstum und Inflation fehlen nach wie vor im Gesamtkontext.

Während in der Eurozone bereits in vielen Mitgliedsstaaten notwendige Strukturanpassungen begonnen haben, führen die innenpolitischen Spannungen im US-Kongress zu einem weiteren Aufschub wichtiger Entscheidungen bezüglich der zukünftigen Haushaltspolitik. Die notwendigen Beschlüsse werden immer mehr zu einem politischen Zerreißakt. Die fehlende Einsicht bei gewissen Gruppierungen innerhalb der republikanischen Partei („Tea Party“), welche eine kompromisslose Umsetzung von Forderungen vorsieht, gefährdet die weiteren Aussichten bezüglich einer nachhaltigen Erholung der US-Wirtschaft. Die Wirtschaftsindikatoren haben bereits eine negative Trendwende vollzogen und das für die US-Wirtschaft sehr wesentliche Konsumentenvertrauen schwindet angesichts der mangelnden Beschlussfähigkeit im US-Kongress. Die kurzfristige Erhöhung der Schuldenobergrenze um einige Monate bis Februar 2014 lässt befürchten, dass die mangelnde Konsensfindung und Konsensbereitschaft für weitere negative Impulse an den globalen Kapitalmärkten sorgen könnte. Es bleibt abzuwarten, ob die Bereitschaft gefunden werden kann, langfristige Lösungen für den US-Haushalt zu erzielen. Einstweilen liefern diese politischen Diskussionen mehr Grund zur Sorge als es die Datenlage erfordert. Die Bestellung von Janet Yellen als Nachfolgerin von Ben Bernanke sorgt für Kontinuität, jedoch bleibt auch hier der Fokus auf die Diskussion im US-Kongress.

## Europäische Bankenunion

Am 19. März 2013 gab der Rat der europäischen Union bekannt, dass mit dem europäischen Parlament eine Einigung über die Errichtung einer zentralen europäischen Bankenaufsicht für die Eurozone erzielt wurde. Demnach soll die EZB künftig alle Banken in der Eurozone überwachen deren Bilanzsumme die Marke von 30 Mrd. Euro oder 20% der Wirtschaftsleistung eines Landes überschreitet. Folglich werden voraussichtlich ab dem 3. Quartal 2014 etwa 130 der insgesamt 6.000 Banken in Europa unmittelbar der Kontrolle durch die EZB unterworfen sein.

Die geplante Bankenunion stieß im Vorfeld auf heftige Kritik. Die Banken können leichteren Zugang zu Hilfsmitteln (ESM) ohne Umweg der Staaten erlangen. Weiters bleiben auch noch Fragen bezüglich der fehlenden Eigenkapitalausstattung mancher Banken offen.

Die EU hat bisher signalisiert, dass die Banken die künftig bestehenden Eigenkapitalerfordernisse aus eigener Kraft beschaffen sollen. Jedoch ist es absehbar, dass speziell in der Peripherie bei einigen Banken diesbezüglich große Herausforderungen anstehen werden. Speziell die Staaten der Peripherie haben ein großes Interesse daran für etwaige zukünftige Bankenrettungen nicht mehr mit Budgetmitteln eintreten zu müssen.

Die angedachte Struktur wirft auch Fragen auf, wie die EZB sowohl über künftige Beihilfen wie auch Schließungen von Banken entscheiden soll. Somit wären Interessenskonflikte vorprogrammiert.

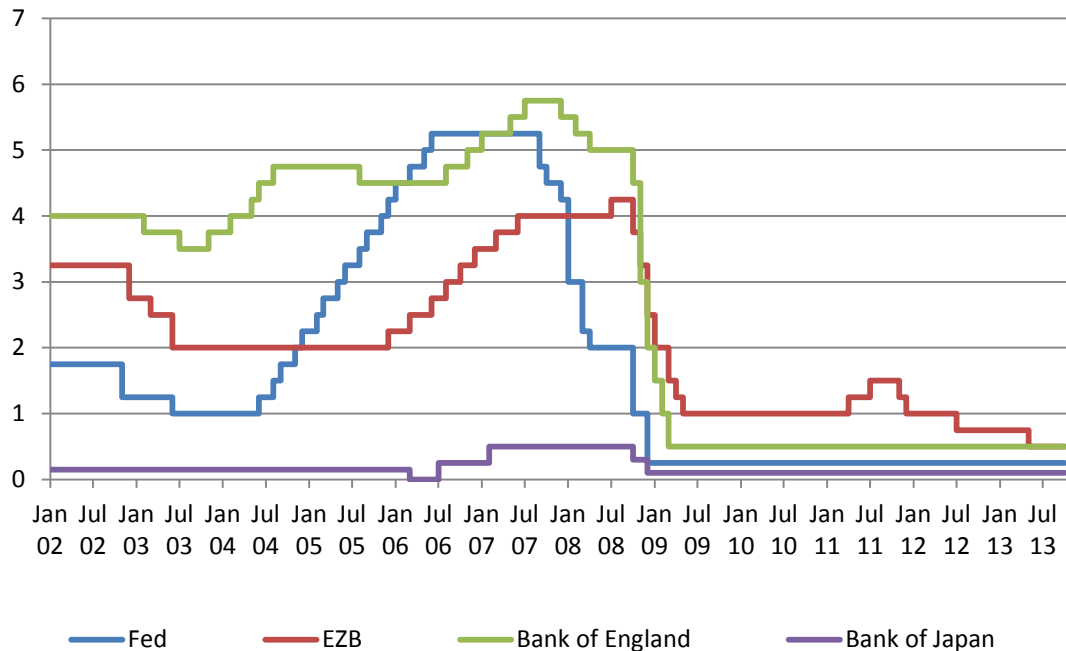
Die deutsche Bundesregierung hatte bisher ihren Standpunkt bekräftigt, dass die Länder der Peripherie nicht aus der Verantwortung entlassen werden sollen, und Hilfsmittel des ESM nur als letzte Möglichkeit zum Einsatz gebracht werden dürfen.

## Kein Ende der lockeren Geldpolitik in Sicht.

Weltweit stehen die Zeichen bei den wichtigsten Zentralbanken weiter in Richtung zusätzlicher Schritte zur Beibehaltung der geldpolitischen Lockerung. In der Eurozone steigt der Druck, noch zusätzliche Hilfsmaßnahmen zur Stützung der Konjunktur einzusetzen. Die Tür zu einem weiteren Zinsschritt nach unten ist angelehnt. Die Fed hat erst auf ihrer jüngsten Zinssitzung keine Änderung des bestehenden Pfades erkennen lassen. Auch mit der designierten Notenbank Präsidentin Yellen wird es kurz bis mittelfristig keine Änderung der bisher verfolgten Politik geben. Außerdem geht die US-Notenbank nun davon aus, dass der Leitzins nicht bis 2014, sondern bis mindestens Mitte 2015 auf einem äußerst niedrigen Niveau belassen wird. Dem nicht genug: Die Fed gab bekannt, ihren ultraexpansiven Kurs selbst dann noch für eine gewisse Zeit

beizubehalten, wenn die Konjunktur schon wieder Schwung aufgenommen hat.

### Notenbank Leitzinsen im langfristigen Vergleich (in %)



Quelle: Bloomberg

Ein Ende der lockeren Geldpolitik ist damit auf absehbare Zeit auf beiden Seiten des Atlantiks nicht in Sicht. Die Geldmarktsätze dürften damit in beiden Währungsräumen auf historisch extrem niedrigen Niveaus bleiben und auch das Potenzial für starke Renditeanstiege bei Staatsanleihen der sicheren Häfen USA und Deutschland scheint begrenzt, solange keine nachhaltige Verbesserung der Konjunkturdaten festzustellen ist.

Von der massiven Ausweitung der Zentralbankliquidität geht unserer Einschätzung nach noch keine langfristige Inflationsgefahr aus, da ein Großteil der zusätzlich geschaffenen Zentralbankliquidität bislang nicht in Form von Krediten in die Realwirtschaft gelangt. Dies ergibt sich einerseits daraus, dass die Kreditnachfrage aufgrund der schlechten Wirtschaftslage derzeit gedämpft ausfällt, andererseits haben die Geschäftsbanken ihre Kreditvergabe aufgrund des unsicheren Wirtschaftsausblicks und verschärfter Regulierungen (Basel 3) beschränkt. Die Fortsetzung dieser Tendenzen für 2014 ist als sehr wahrscheinlich einzustufen.

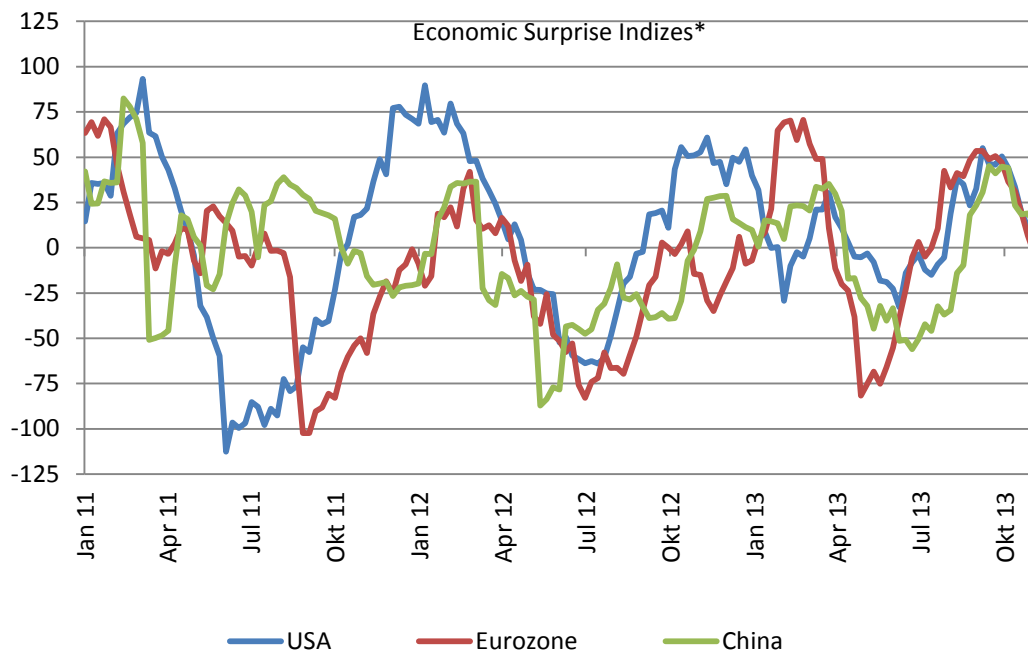
Die Wirtschaftsindikatoren haben im globalen Vergleich in der jüngsten Vergangenheit eher negativ enttäuscht. Die Dynamik der ersten Jahreshälfte 2013 hat nachgelassen. Die Überkapazitäten im Unternehmenssektor werden für weitere Reduktionen bei den Beschäftigten sorgen. Dieser Trend ist durchaus als globale Entwicklung einzustufen, die auch bereits deutliche Effekte in wichtigen Schwellenländernmärkten wie China zeigen.

## Wirtschaftsindikatoren im globalen Vergleich

### Citigroup Economic Surprise Indices (Daten im Vergleich zu Konsensuserwartungen)

Index < 0 = Konjunkturdaten liegen unter den Erwartungen

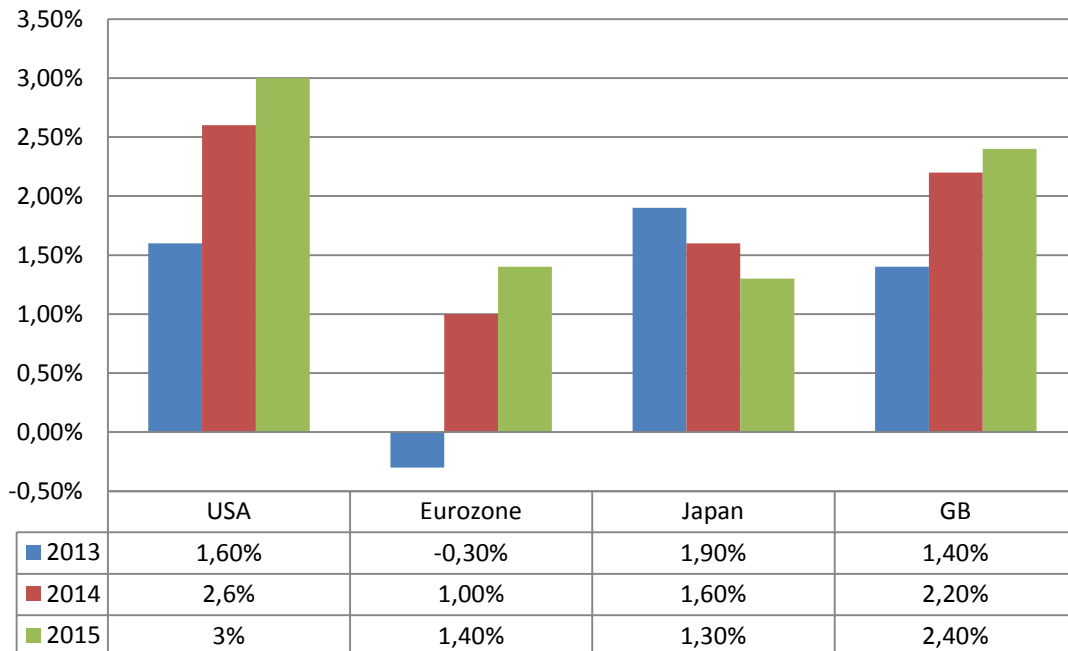
Index > 0 = Konjunkturdaten liegen über den Erwartungen



Quelle: Bloomberg

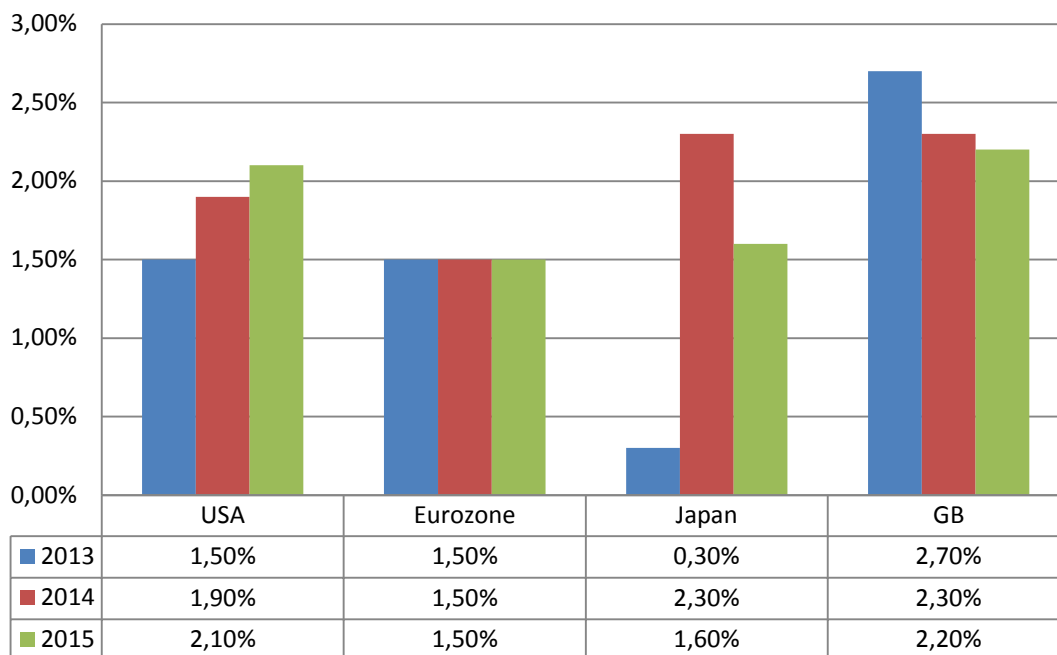
Vor diesem Hintergrund rechnet der IWF für 2013 und 2014 in den USA und der Eurozone sogar mit Inflationsraten von unter 2%. Im Jahr 2013 dürften die Inflationsraten in den USA und der Eurozone wegen der schwachen Konjunkturdynamik deutlich unter 2% verbleiben.

### Bruttoinlandsprodukt (real, % p.a.) – Prognose IWF



Quelle: IMF Bloomberg, Oktober 2013

### Inflation (% p.a.) – Prognose IWF



Quelle: IMF Bloomberg, Oktober 2013

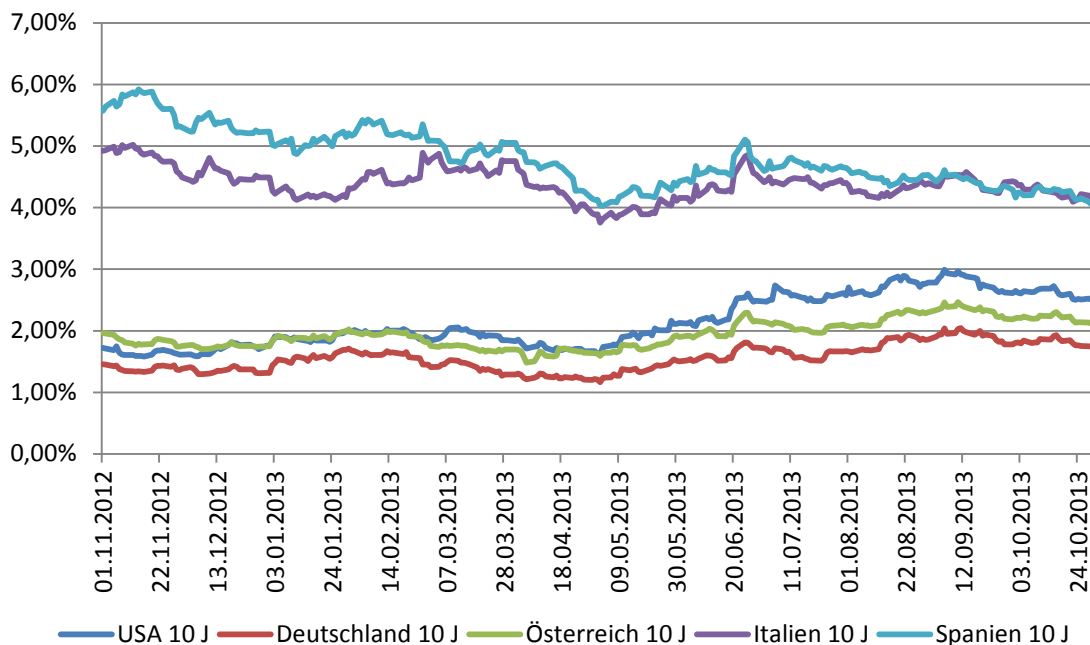
## 9. Entwicklung der Anlageklassen

### 9.1. Rückblick 2012/2013

#### Anleihen unter Druck

Die Geldpolitik wurde im Laufe des Geschäftsjahres 2012/13 in den entwickelten Ländern nicht verändert. Die Beibehaltung der expansiven Notenbankpolitik führte wiederholt zu positiven Ergebnissen bei riskanteren Anlageklassen wie Aktien. Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit guter Bonität blieben deutlich hinter den Ergebnissen der Vorjahre, weil die US Notenbank den Versuch unternommen hatte, die expansive Politik zu beenden. Sowohl aktuelle Daten als auch Frühindikatoren wiesen zuletzt eine negative Tendenz aus. Die starken Zugewinne der Aktien führen auch zu weniger attraktiven Bewertungen in dieser Anlageklasse.

#### Renditen Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



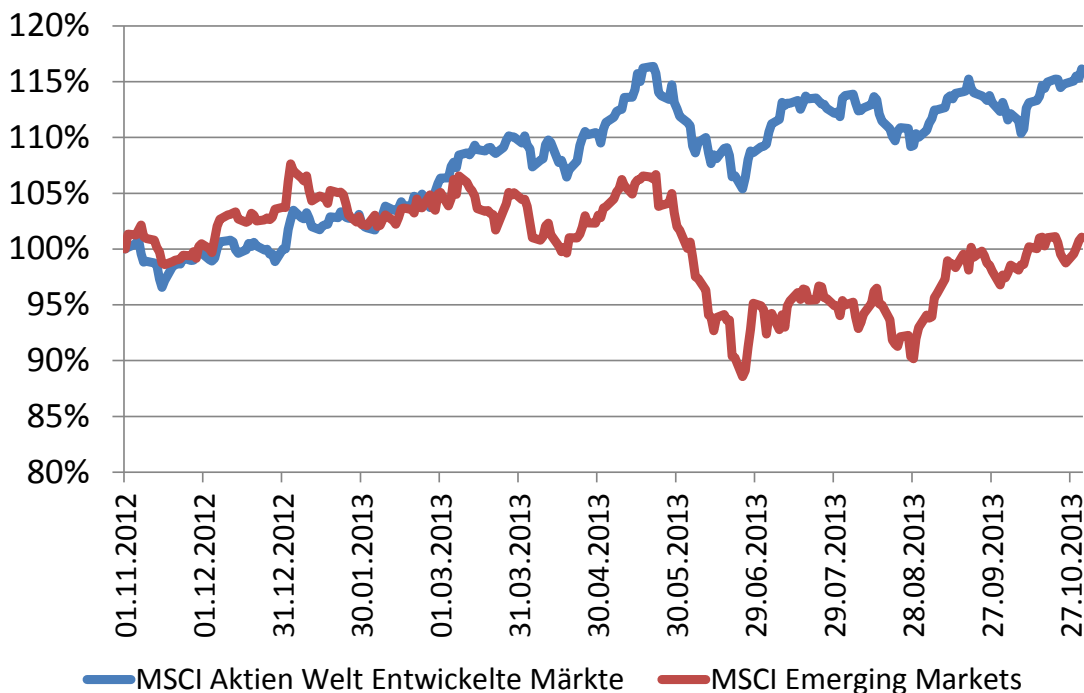
Quelle: Bloomberg

Die eingeläutete Zinswende in den Vereinigten Staaten führte zu hohen Abschlägen bei Staatsanleihen mit guter Bonität. Dementsprechend negativ waren Anleihen mit langen Restlaufzeiten betroffen. Die Zinsänderungsrisiken (Duration) wurden schlagend, der Verkaufsdruck führte phasenweise auch zu höheren Spreads (Risikoaufschläge) speziell bei US-Unternehmensanleihen mit guter Bonität (Investment Grade). Hochzinsanleihen und Finanzanleihen konnten nur innerhalb Europas (Erholung der Peripherie) für positive Resultate sorgen.



Entwickelte Märkte konnten die Wertentwicklung der Schwellenländer abermals deutlich übertreffen. Die gesamtwirtschaftliche Situation in wichtigen Märkten wie Indien, Brasilien und China bleibt angespannt. Die Zentralbanken in Brasilien und Indien kämpfen gegen eine starke Ausweitung der Inflation und sind gezwungen die Zinsen anzuheben. In diesem Umfeld können weder Aktien noch Anleihen in den Schwellenländern positive Erträge liefern. Die starken Währungsverluste in diesen Ländern haben die negativen Ergebnisse in einzelnen Märkten wie Indien und Brasilien noch zusätzlich verstärkt.

#### Aktienmärkte im Vergleich (Performance in EUR, in %)



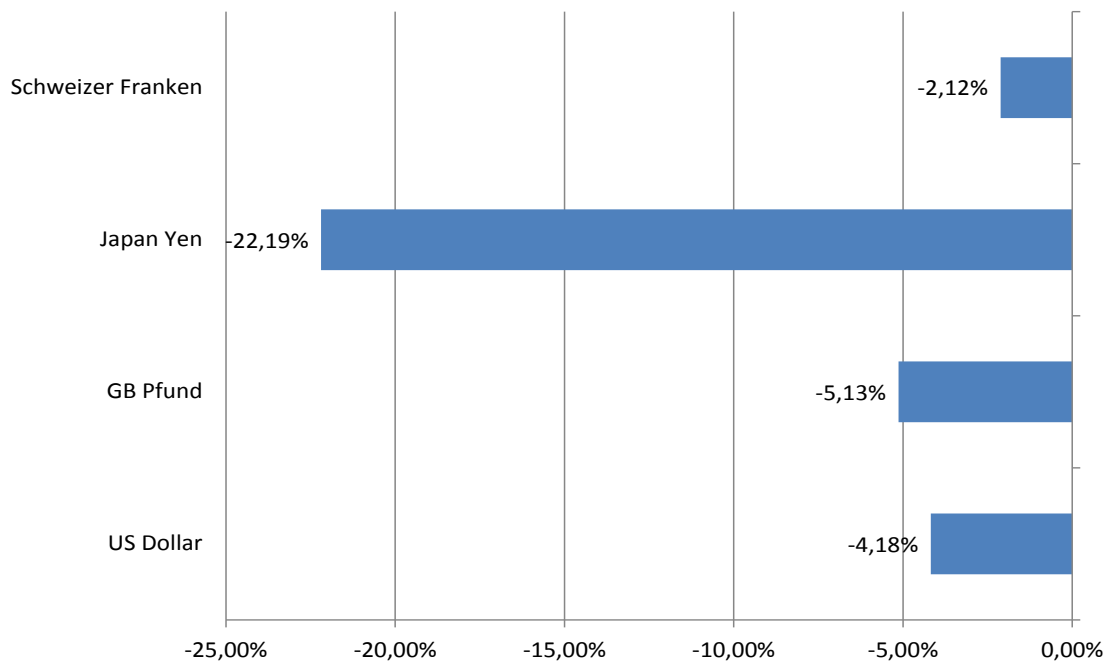
Quelle: Bloomberg

In den USA zeigt sich ein zwiespältiges Bild. Einerseits verzeichnet der US-Immobilienmarkt weiterhin eine deutliche Erholung seit Ausbruch der Finanzkrise, der Dienstleistungssektor entwickelt sich nach wie vor robust und Einzelhandelsumsätze sind hoch. Andererseits ist die Lage im verarbeitenden Gewerbe derzeit schwach. Auch wenn das US-Wachstum im Vergleich zu den Jahren vor der Finanzkrise verhalten bleibt, so sind die Aussichten wegen der anhaltenden politischen Spannungen und der noch anstehenden Verhandlungen bezüglich einer neuerlichen Anhebung der Schuldenobergrenze im Februar 2014 weiterhin negativ belastet.

Positiv hervorzuheben sind japanische Aktien. Die angekündigten sehr expansiven Schritte seitens der Notenbank haben für deutliche Zugewinne bei japanischen Aktien gesorgt. Exportorientierte Titel die von der Yen Schwäche profitieren können, haben die höchsten Zugewinne verzeichnen können.

Relativ zu Unternehmensanleihen konnten Aktien im abgelaufenen Geschäftsjahr deutlich bessere Erträge erzielen. Die sehr positive Kursentwicklung führt aber bereits in einigen Sektoren, wie nicht zyklischer Konsum und Technologie, wieder zu sehr hohen Bewertungen. Die zyklischen (konjunktursensitiven) Sektoren kämpfen derzeit mit Überkapazitäten. In diesem Zusammenhang bleiben Sektoren wie Rohstoffe und Automobilbau unter erhöhtem Margendruck, somit bleiben auch Titel aus diesen Unternehmenssektoren deutlich unter den Erwartungen. Die Volatilität (Wertschwankungsbreite) bei US Aktien bleibt mit aktuell 14% deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt der letzten 5 Jahre, die bei 24% liegt. Ein ähnliches Szenario bietet sich auch bei europäischen und japanischen Aktien.

### Währungsentwicklung vs. Euro im Geschäftsjahr 2012/2013



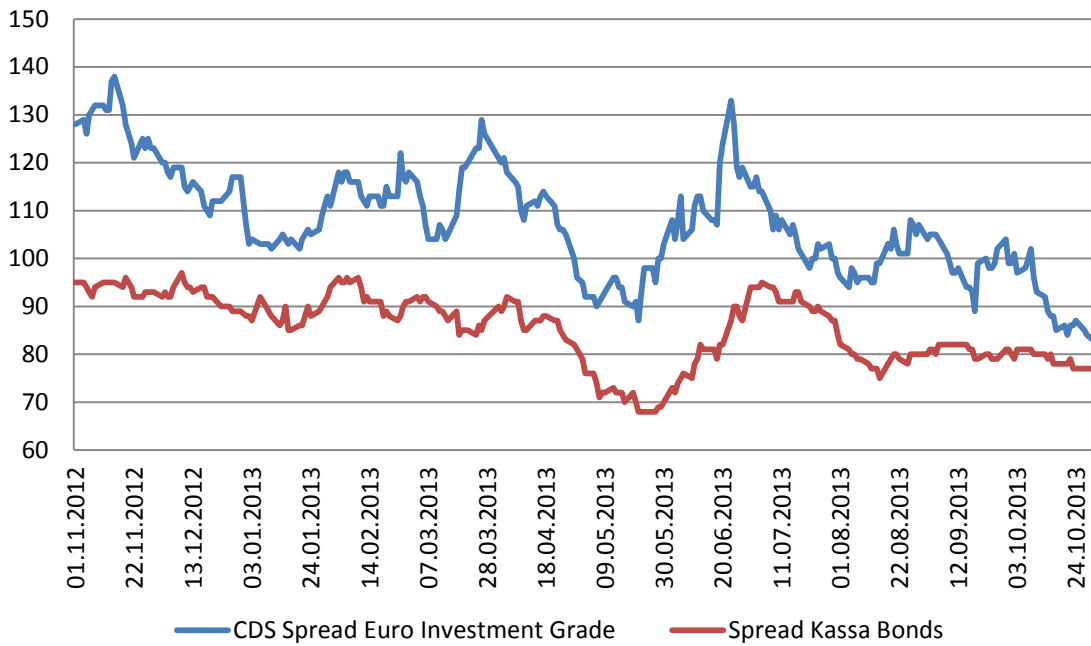
Quelle: Bloomberg

Bei den globalen Währungen zeigen sich im vergangenen Geschäftsjahr zwei wesentliche Tendenzen.

Der Euro kann zu allen anderen Leitwährungen Boden gut machen. Diese Entwicklung ist primär getragen durch die Verbesserung der konjunkturellen Situation in der Euro Peripherie.

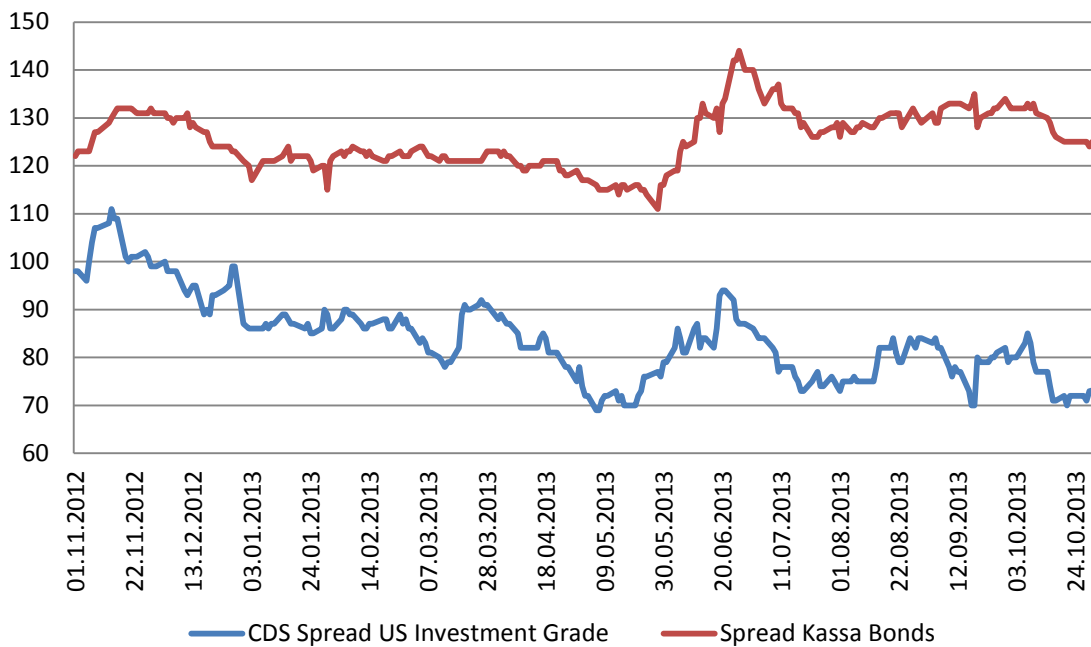
Der japanische Yen verliert gegenüber allen Leitwährungen am deutlichsten auf Grund der Lockerungsmaßnahmen seitens der Notenbank. Der Grundstein für eine Erholung wurde in Japan gelegt. Sollten jedoch die notwendigen politischen Reformen nicht folgen, könnte die Gefahr einer weiteren substantiellen Abwertung des Yen entstehen.

**Risikoaufschlag (Spread) Euro Unternehmensanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)**



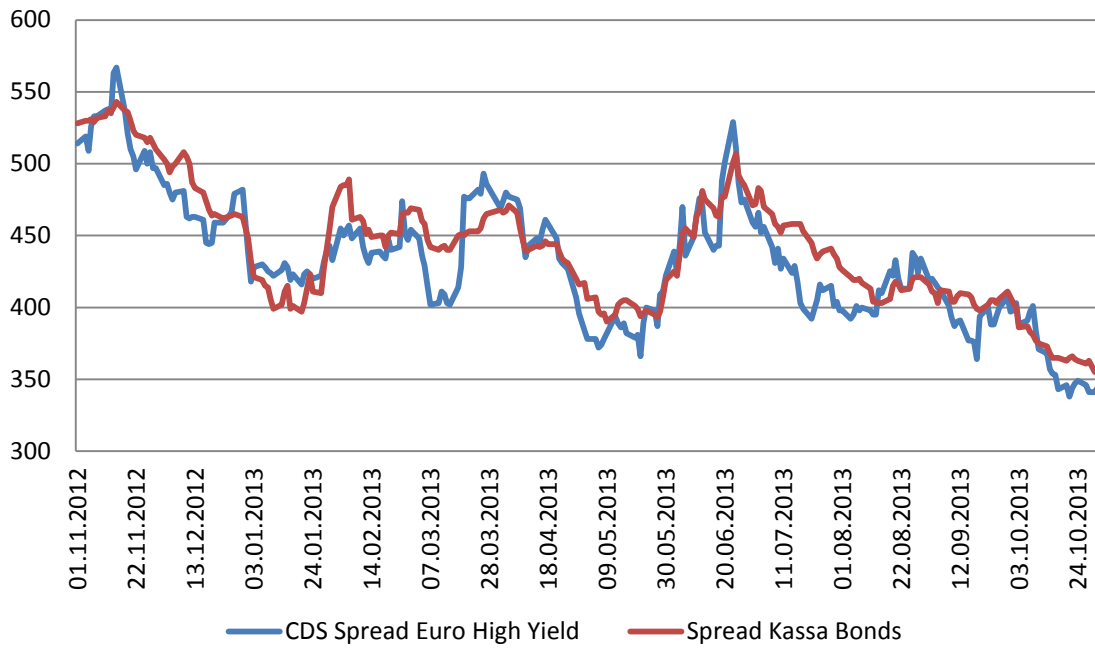
Quelle: Bloomberg

**Risikoaufschlag (Spread) US Unternehmensanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)**



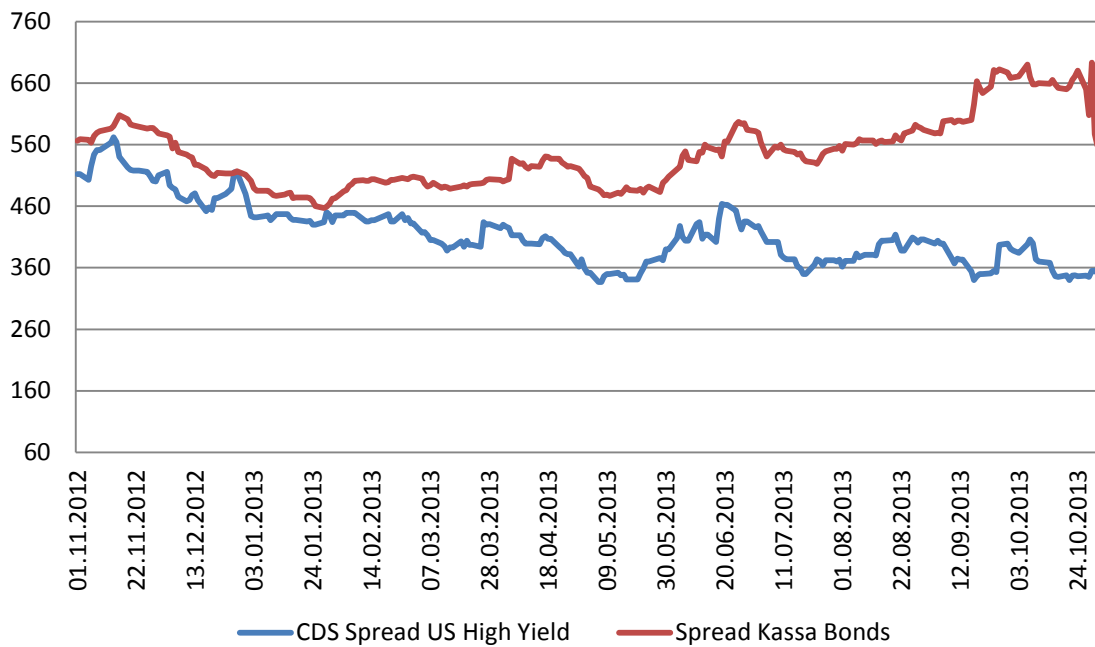
Quelle: Bloomberg

**Risikoaufschlag (Spread) Euro Hochzinsanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)**



Quelle: Bloomberg

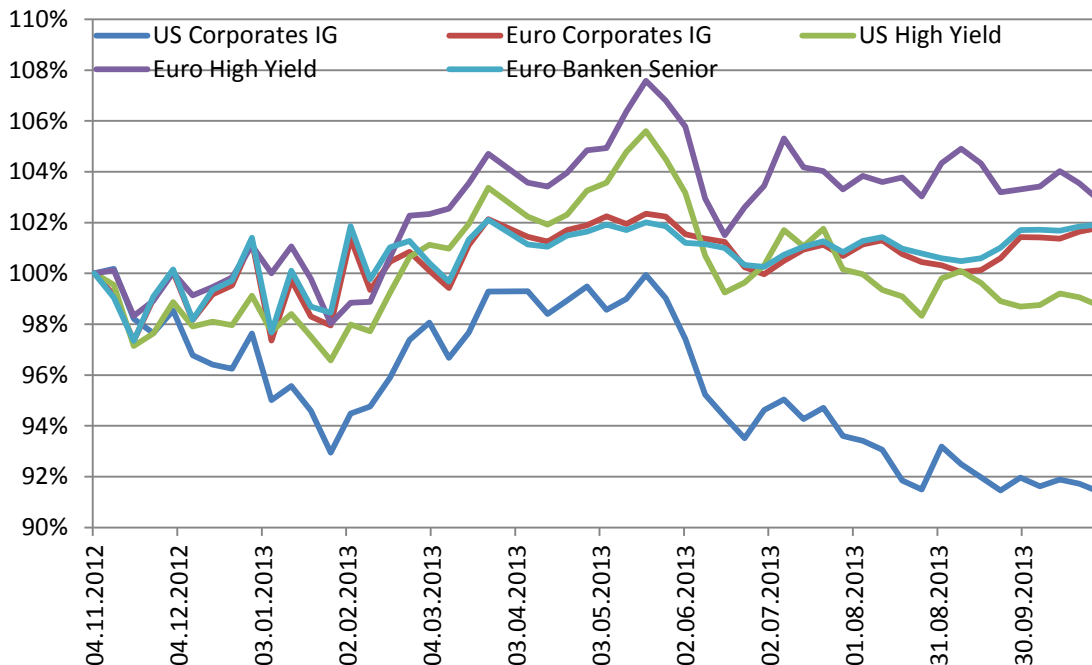
**Risikoaufschlag (Spread) US Hochzinsanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)**



Quelle: Bloomberg

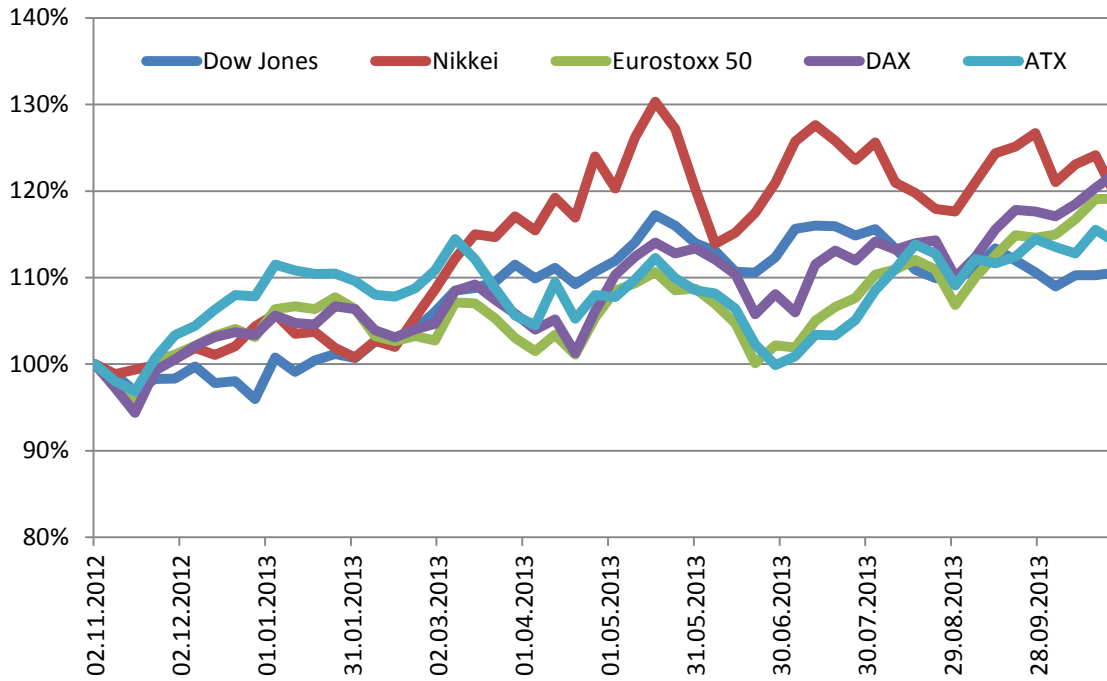
Die sehr gute Performance an den Randsegmenten der Anleihenmärkte (europäische Hochzinsanleihen, Senior Secured Loans) ist auf den Umstand der nach wie vor hohen Renditen im Vergleich zu anderen Anleihe-segmenten (Staatsanleihen, Unternehmensanleihen IG) zurückzuführen, welcher auf die Investoren angesichts des sehr niedrigen Zinsumfeldes noch zusätzlich als Kaufargument wirkt. Aus diesen Gründen suchte immer mehr Geld von Investoren Überrenditen in Nischensegmenten der Anleihenmärkte. Illiquidität wurde wiederum als attraktiv gepreist betrachtet und führte zu einer positiven Entwicklung bei Segmenten wie CLO und MBS. Wenngleich diese relative Betrachtung ihre Gültigkeit hat, so sind die absoluten Niveaus bei den Risikoaufschlägen (Spreads) bereits sehr lange auf sehr niedrigem Niveau. Die Chancen in diesen Segmenten werden geringer, da das Risiko einer Veränderung des Konjunktur- bzw. Zinsumfeldes zunimmt. Die Banken können in diesem Umfeld auf solidere Bilanzen verweisen, jedoch bleibt auch hier die Frage bezüglich der weiteren (strengeren) Auflagen bezüglich Eigenkapitalerfordernisse eine Herausforderung für diesen Sektor. Sehr niedrige Zinsen und wenig Spielraum für weitere deutliche Kursgewinne bei den Unternehmensanleihen mit guter Bonität (Investment Grade) bleibt weiterhin der Hauptfokus bei den Anleihenmärkten.

#### Entwicklung Unternehmensanleihen im Vergleich (Performance in EUR, in %)



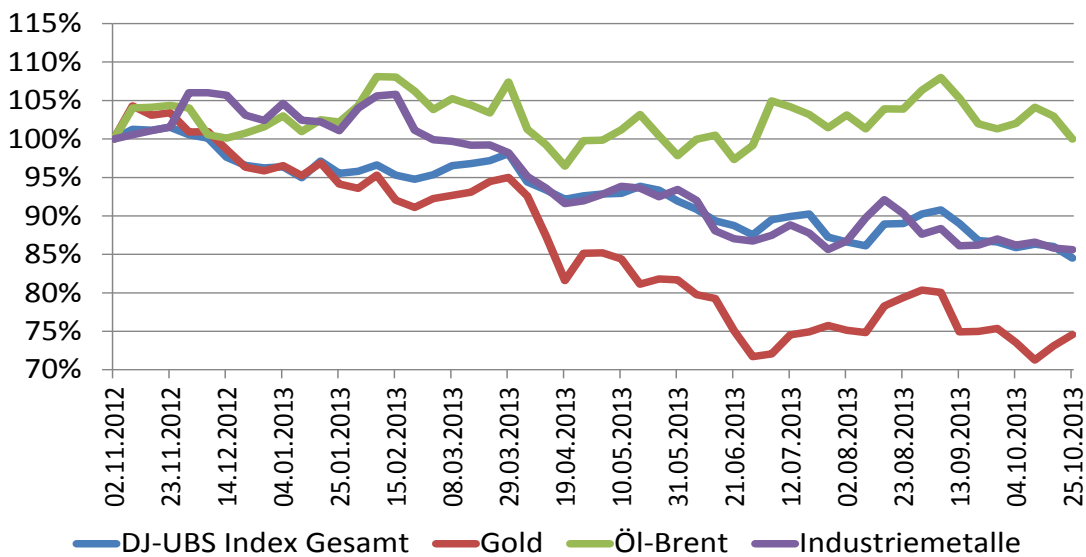
Quelle: Bloomberg

Entwicklung der Aktienmärkte im Vergleich (Performance in EUR, in %)



Quelle: Bloomberg

Entwicklung von Rohstoffen im Vergleich (Performance in EUR, in %)

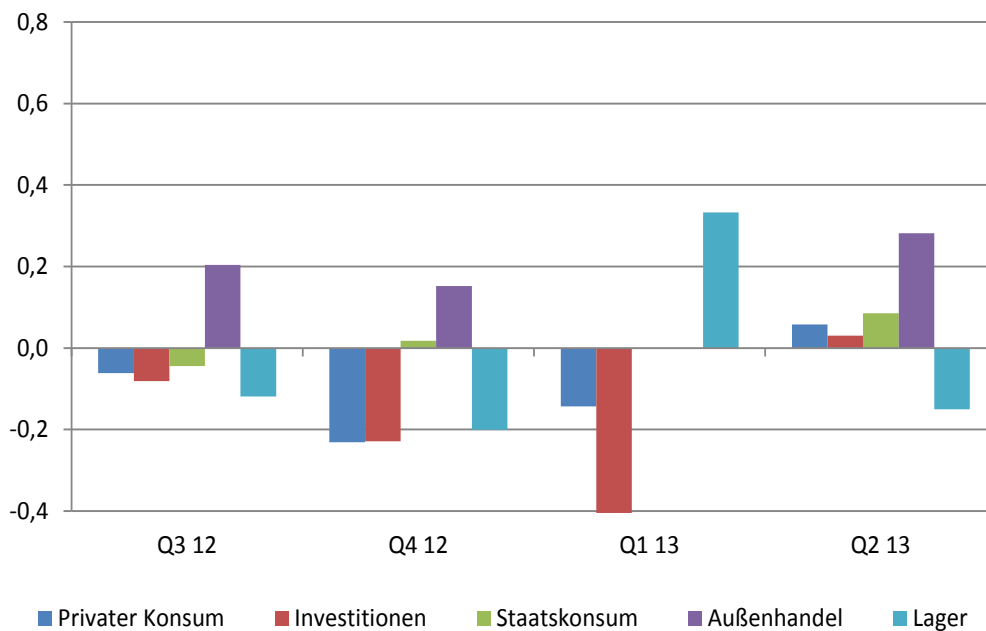


Quelle: Bloomberg

## 9.2. Ausblick 2013/2014

Die konjunkturelle Erholung in der EU zeigt bei genauerer Betrachtung einen sehr positiven Beitrag durch vermehrte Exporte. Die Investitionstätigkeit hat sich von den Tiefstständen erholt, jedoch bleiben die absoluten Niveaus sehr niedrig. Die Sanierung der Bankbilanzen durch strengere, regulatorische Vorgaben hindern die neuerliche Ausweitung des Kreditvolumens. Somit bleibt es fraglich, ob die Verbesserung der Stimmungslage in der Eurozone auch nachhaltig beibehalten werden kann.

### Wachstumsbeiträge der EU Konjunktur (% pro Quartal)



Quelle: Bloomberg

Die Erwartungen für 2013 und 2014 sind bedingt durch die absoluten Niveaus in vielen Anlageklassen verhalten. Die neugewonnene konjunkturelle Dynamik in der Eurozone wurde von den Marktteilnehmern sehr positiv aufgenommen. Die Aktienindizes konnten in diesem Umfeld auf deutliche Zugewinne verweisen. Der Ausblick bleibt jedoch verhalten optimistisch, weil die Bewertung bei den Aktien bereits relativ hoch liegt. Die Volatilität wird sich schrittweise wieder höheren Niveaus - die den langfristigen Schnitt repräsentieren - annähern. Die globalen Überkapazitäten werden noch weiter abgebaut, um dem Margendruck zu entgehen. Einerseits bedeutet das weiteren Personalabbau auch in Ländern, die bisher nicht allzu sehr von der Eurokrise negativ betroffen waren. Andererseits sollten die Gewinnmargen der Unternehmen weiterhin stabil bleiben. Die konjunkturelle Stabilisierung in der EU Peripherie wird sich fortsetzen, jedoch wird sich am Arbeitsmarkt in diesen Ländern keine nachhaltig positive Änderung feststellen lassen, solange es nicht gelingt die Investitionstätigkeit gestützt von einem positiven Kreditwachstum zu erhöhen. Die EZB hat bereits Maßnahmen zur Unterstützung des Kreditwachstums angekündigt. Die expansive und unorthodoxe Notenbankpolitik soll

auch weiterhin für die Stabilisierung der EU Konjunktur sorgen.

Anleihen (Staatsanleihen, Unternehmensanleihen) offerieren derzeit mit den niedrigen Spread- und Renditeniveaus wenig Potential. Aufgrund der sehr deutlichen Korrekturen bei den Anleihen in den Schwellenländermärkten bieten diese Anleihen mehr Renditepotential für das kommende Jahr.

Die Ankündigungen seitens der US Notenbank das Ende der expansiven Geldpolitik (Quantitative Easing, QE) auf März 2014 verschieben zu wollen, bleibt weiterhin fraglich. Die Datenlage war zuletzt nicht sehr erfreulich. Die Verknüpfung der Maßnahmen für die Umsetzung des QE-Exit mit nachhaltigen Verbesserungen am Arbeitsmarkt verschafft Spielraum für mehr Zeit bis diese Maßnahmen tatsächlich umgesetzt werden müssen. Die designierte US Notenbankchefin Janet Yellen wird eher später als früher die Lockerung der Geldpolitik beenden wollen. Die innenpolitischen Risiken in den USA bleiben hoch. Die Verwerfungen im US Kongress und Senat zwischen Demokraten und Republikaner können jederzeit wieder eskalieren und zu deutlichen Kursabschlägen an den globalen Finanzmärkten führen. Jedoch muss man festhalten, dass die in der jüngsten Budgetkrise diskutierte Möglichkeit eines Zahlungsausfalls bei US Staatsanleihen - trotz aller Spannungen - als sehr gering eingestuft wird. Somit könnten erhöhte Kursschwankungen auch wieder für attraktivere Einstiegskurse bei Aktien und Anleihen sorgen.



## 10. Exkurs: Alternatives Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG)

Mit dem Alternativen Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG), das am 29. Juli 2013 verlautbart wurde und rückwirkend mit 22. Juli 2013 in Kraft getreten ist, hat Österreich die EU-Richtlinie über die Verwaltung alternativer Investmentfonds (AIFMD) umgesetzt.

Ziel der Richtlinie war, die Verwalter von Alternativen Investmentfonds (AIF), die bisher nicht von der OGAW-Richtlinie (UCITS) erfasst waren, besser beaufsichtigen zu können, den Investorenschutz zu erhöhen und potentielle systemische Risiken zu reduzieren.

Das AIFMG definiert allgemeine Anforderungen an Manager von AIF sowie Grundsätze für die Tätigkeit, Rahmenbedingungen für die Vergütungspolitik, das Risiko- und Liquiditätsmanagement sowie organisatorische Anforderungen. Durch das AIFMG werden die bisher gebräuchlichen Bezeichnungen für eine „Kapitalanlagegesellschaft“ durch „Verwaltungsgesellschaft“ sowie für die „Depotbank“ durch „Verwahrstelle“ ersetzt.

Als AIF gelten nach dem Willen des Gesetzgebers alle noch nicht reglementierten Investmentvehikel, die von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammeln, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, ohne dass das eingesammelte Kapital unmittelbar der operativen Tätigkeit dient. Dabei spielt es keine Rolle in welcher Rechtsform das Investmentvehikel errichtet wurde.

Für europäische Verwaltungsgesellschaften, die neben Organismen zur gemeinsamen Veranlagung in Wertpapieren (OGAW) auch Spezialfonds, Andere Sondervermögen oder Pensionsinvestmentfonds verwalten, bedeuten die Regelungen des AIFMG vor allem einen gestiegenen administrativen Aufwand. Aufgrund der Meldeverpflichtungen des AIFMG müssen Verwaltungsgesellschaften beispielsweise Änderungen in ihren Produkten, Strukturen oder Prozessen der FMA melden.

Die NOE-Fonds, die schon bisher von der MASTERINVEST Kapitalanlage GmbH, einer inländischen, der Aufsicht durch die österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA) unterliegenden Verwaltungsgesellschaft entsprechend den Regelungen des Investmentfondsgesetzes 2011 (InvFG 2011) verwaltet wurden, sind als „Spezialfonds“ in der Form von „Anderen Sondervermögen“ errichtet. Neben den Bestimmungen des InvFG 2011 sind daher nun auch die Bestimmungen des AIFMG anzuwenden.

Für die Verwaltung der NOE-Fonds bedeutet das Inkrafttreten des AIFMG zwar eine Anpassung der mit den verschiedenen Asset Managern abgeschlossenen Verträge. Inhaltliche Änderungen in den Verträgen gibt es jedoch kaum, da die im AIFMG enthaltenen Regelungen schon bisher in den Verträgen weitgehend berücksichtigt waren.

---

### ***Impressum/Disclaimer***

Gegenständliche Unterlage wurde von der Land Niederösterreich Finanz- und Beteiligungsmanagement GmbH (fibeg) ausschließlich für Informationszwecke an den NÖ Landtag erstellt und zielt nicht darauf ab, Empfehlungen zum Erwerb, Halten oder Verkauf bestimmter Finanzinstrumente zu geben. Bei allfälligen Angaben über zukünftige Wertentwicklungen ist zu beachten, dass jede Prognose auf Schätzungen und bestimmten Annahmen beruht und die tatsächliche Entwicklung in der Zukunft offen ist. Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

---

### ***Medieninhaber/Herausgeber/Redaktion***

Land Niederösterreich Finanz- und Beteiligungsmanagement GmbH

Landhausplatz 1, A-3109 St. Pölten

Zweigniederlassung Wien, Wipplingerstraße 1, A-1010 Wien

E-mail: office@fibeg.at

Internetadresse: www.fibeg.at

Firmensitz: in politischer Gemeinde St. Pölten

Firmenbuchgericht: Landesgericht St. Pölten

Firmenbuchnummer: FN 216099 v

Geschäftsanschrift: Landhausplatz 1, A-3109 St. Pölten

Rechtsform: Gesellschaft mit beschränkter Haftung

UID-Nummer: ATU55890307