# De-Risking von Pensionszusagen über externe Ausfinanzierung

Bei der Ausfinanzierung ihrer DB-Pläne gehen die Unternehmen unterschiedliche Wege. Dabei sind die Kernrisiken aus den Pensionsverpflichtungen vielfältig. Im Fokus des **dpn-Roundtable „De-Risking“** standen CTA, Pensionsfonds und Rentnergesellschaften. Über die Herausforderungen und Lösungsmöglichkeiten diskutierten **Oliver Postler,** CIO beim HVB-Pensionsfonds, **Tilo Kraus,** CFA, Geschäftsführer der VEDRA Pensions GmbH, **Heiko Sturm,** Geschäftsführer der R+V Treuhand GmbH, **Vivien Konrad,** CFA, Leiterin Pension Solutions Deutschland bei Schroder Investment Management, und **Sven Schuster,** Leiter Kapitalanlagen bei der Postbeamtenkrankenkasse. Es moderierten **Dr. Guido Birkner** und **Goran Culjak.**

SPONSOREN

Schroders

VEDRA
Pensions

„De-Risking bedeutet kurzerfristig eine Reduzierung der OCI-Volatilität aus Sicht des Trägerunternehmens."

**OLIVER POSTLER**

**Meine Herren, liebe Frau Konrad, bitte stellen Sie sich kurz vor. Geben Sie uns dabei einen Einblick zum Thema De-Risking und nennen Ihre Schnittstelle zur Diversifizierung von Risiken.**

**Oliver Postler:** Ich bin seit 40 Jahren in der HypoVereinsbank (HVB) tätig. Bevor ich in die Finanzabteilung wechselte und dort für die Altersvorsorge zuständig wurde, war ich rund zwölf Jahre lang als CIO für die Vermögensverwaltung der HVB in Deutschland verantwortlich. De-Risking in der Altersvorsorge ist ein wichtiges Thema für das Trägerunternehmen. In der Bank haben wir drei Altersvorsorgeeinrichtungen, ein CTA und einen Pensionsfonds, die beide im Sinne eines One Plan Concept behandelt werden. Daneben haben wir noch unsere Pensionskasse, die bereits 1888 von der ehemaligen Hypobank gegründet wurde. In den anderen beiden Vehikeln der HVB, dem Pensionsfonds und dem CTA, haben wir einen massiven Wechsel vollzogen, als 2019 die Anlagestrategie verstärkt auf die Auswirkungen unter IFRS umgestellt wurde. Zuvor lag der Fokus auf der HGB-Sicht des Trägerunternehmens, was durchaus konträre Anlageziele mit sich bringt. Denn seitdem verfolgen wir das Ziel, einen hohen Gleichlauf der Assets zu Liabilities zu generieren. 2022 war dabei ein Gamechanger. Mit dem massiven Anstieg der Renditen sind wir ins Overfunding nach IFRS gelaufen. Das Umfeld wurde aktiv genutzt, um die Absicherungsquoten deutlich zu erhöhen, sowohl in Bezug auf die Zins- als auch Kreditrisiken des Rechnungszinses. Neben dem Anteil von gut zwei Dritteln in LDI haben wir strategisch rund ein Drittel in Return-Seeking-Anlagen wie Aktien, Private Markets und Immobilien, um im Zeitverlauf Themen wie Inflation und laufende Service Costs abzudecken. De-Risking bedeutet kürzerfristig eine Reduzierung der OCI-Volatilität aus Sicht des Trägerunternehmens. Perspektivisch ist es aber auch die Sicherung eines auskömmlichen Funding-Levels zur Sicherstellung der dauerhaften Leistungsfähigkeit.

**Tilo Kraus:** Ich habe meine berufliche Tätigkeit bei UBS im Bereich Fixed Income begonnen und hier schon erste Erfahrungen mit De-Risking sammeln können. Vieles drehte sich auch um die Entwicklung von Hedging-Strategien für Pensionsfonds. Danach konnte ich einige Jahre bei der

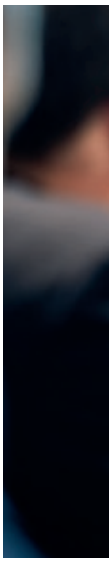
## OLIVER POSTLER
## CHIEF INVESTMENT OFFICER, HVB-PENSIONSFONDS

Beim Pensionsfonds und dem CTA hat Postler mit seinem Team einen massiven Wechsel vollzogen, als 2019 die Anlagestrategie verstärkt auf die Auswirkungen unter IFRS umgestellt wurde. Zuvor lag der Fokus auf der HGB-Sicht des Trägerunternehmens, was durchaus konträre Anlageziele mit sich bringt.

Repositionierung von Banken unterstützen, darunter der IKB und der Hamburg Commercial Bank. In diesem Zusammenhang ist das Thema Pension De-Risking im Gesamt-Balance-Sheet-Management einer Bank ein ganz besonderer Aspekt. Seit zwei Jahren bin ich Geschäftsführer bei Vedra Pensions. Bei Vedra haben wir knapp 5.000 Anspruchsberechtigte bzw. Rentner, die unter anderem ehemalige Mitarbeiter von AEG Telefunken und der Metro Gruppe sind. Wir sind HGB-Bilanzierer. Daher ist die Thematik bei uns anders als etwa bei der HVB, da wir uns wirklich auf Cashflow-Profile konzentrieren können. Der Funded-Status hat bei uns ein deutlich geringeres Gewicht in der Steuerung als bei einem börsennotierten Unternehmen.

**Heiko Sturm:** Ich bin seit 20 Jahren in der R+V Gruppe tätig. Den Schwerpunkt meiner Tätigkeit bildet die Beratung von Firmenkunden innerhalb und außerhalb der genossenschaftlichen Finanzgruppe zum De-Risking bestehender Versorgungswerke und bei der Entwicklung von Benefit-Lösungen. Ich selbst habe einen betriebswirtschaftlichen Hintergrund und bin seit circa drei Jahren Geschäftsführer der Treuhand. Unsere Muttergesellschaft ist die DZ-Bank, und unsere Eigentümer sind damit die Volks- und Raiffeisenbanken, wo zumeist noch rückstellungsfinanzierte Versorgungswerke existieren. Die R+V Gruppe bietet verschiedene Instrumente zur Ausfinanzierung von Versorgungsverpflichtungen, etwa versicherungsförmige und kapitalmarktorientierte Pensionspläne und Unterstützungskassen, sowie Lösungen zur Schaffung von Plan Assets, wie Treuhandmodelle, also CTAs, und Rückdeckungskonzepte an. Aktuell ist unser stärkstes Geschäft die Auslagerung von Pensionsverpflichtungen auf externe Versorgungsträger, auch wenn die Belastung in den Unternehmen aufgrund des Zinsanstiegs kurzfristig nachgelassen hat. Die meisten unserer mittelständischen Kunden bilanzieren nach HGB. Die Deckungsmittel, die wir über die R+V Treuhand verwalten und gegen Insolvenz sichern, stammen zumeist aus Planvermögen zur Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen und aus Zeitwertkonten. Wir haben Auslagerungen mit einem Volumen von mehr als 3,5 Milliarden Euro begleitet. Das verwaltete Vermögen in der R+V Treuhand beträgt zusätzlich mehr als 3,5 Milliarden Euro. Das Thema Pension Buy-out finde ich sehr spannend. Hier sind aber noch viele juristische, steuerliche und ökonomische Fragestellungen offen. Für bisher unversorgte Mitarbeiter erwarten wir zum Thema De-Risking eine Verbreitung der reinen Beitragszusage.

**Vivien Konrad:** Seit fünf Jahren bin ich Mitglied von Schroder Solutions und unterstütze Pensionspläne bei De-



**„Das Interesse für Beratungsgespräche sowie die Anzahl der Ausschreibungen für LDI-Mandate sind stark gestiegen."**

**VIVIEN KONRAD**

Risking-Strategien. Schroders Solutions verwaltet weltweit mehr als 65 Milliarden Euro in Liability- oder Cashflow-Driven Investment. Durch die Arbeit in und mit unseren LDI- und CDI-Teams sehe ich in der Praxis Strategien, um die Bilanz eines Unternehmens gegen Markt- und Cashflow-Risiken zu immunisieren, sich auf die Abwicklung der Zahlungsverpflichtungen vorzubereiten und Liquiditätsrisiken zu managen oder sich auf den Buy-out vorzubereiten. Zudem unterstützen wir auch Versicherer und Rentnergesellschaften bei ihren Anlagestrategien, wenn sie Verpflichtungen von Pensionsplänen übernehmen. In den letzten zwei Jahren konzentriere ich mich hauptsächlich auf unsere deutschen Kunden und das gestiegene Interesse an De-Risking. Die Situation vieler Pensionspläne hat sich aufgrund der aktuellen Zinslage verbessert, so dass hier deutlich mehr Möglichkeiten bestehen. LDI und CDI sind für mich nicht erst seit meiner Zeit bei Schroders relevant, sondern schon davor. Ich habe meine Karriere vor zwölf Jahren als Pensionsrisikomanager bei der Deutschen Bank begonnen und bin seither dem Thema LDI verbunden.

**Sven Schuster:** Ich komme von der Postbeamtenkrankenkasse. Ursprünglich war ich im Sparkassensektor tätig und habe dort in der Vermögensverwaltung für Privatkunden gearbeitet. 2005 bin ich über einige Umwege bei der Postbeamtenkrankenkasse gelandet und habe dort in der institutionellen Kapitalanlage begonnen. Unsere Situation ist etwas anders. Wir sind im Bestand geschlossen und daher sehr stark passivseitig getrieben. Auch sind wir eine Krankenkasse und keine Pensionskasse, obwohl wir auch ein Pensionsthema haben. Dieses ist eher untergeordnet. Wir verwalten circa drei Milliarden Euro Anlagevolumen für die Ausfinanzierung der Krankenkasse. Im Vergleich dazu stehen etwa 25 Millionen Euro für die Pensionsrückstellungen unserer eigenen Mitarbeiter. Für uns ist die zentrale Frage, wie wir unsere Passivseite bedienen und Nachschüsse vermeiden. Ein weiteres Anliegen ist, dass die Beitragsentwicklung für unsere Versicherten im Rahmen bleibt. Das ist ebenfalls eine Form

## VIVIEN KONRAD
## CFA, LEITERIN PENSION SOLUTIONS DEUTSCHLAND, SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT

Schroders Solutions verwaltet weltweit mehr als 65 Milliarden Euro in Liability- oder Cashflow-Driven-Investment-Strategien. Durch die Arbeit in und mit den LDI- und CDI-Teams sieht Vivien Konrad viele dieser Strategien in der Praxis, führt Studien zur effizienten Umsetzung durch und berät Kunden bezüglich De-Risking.

des De-Risking. Auf operativer Ebene geht es beim De-Risking vor allem darum, wie wir unsere Kapitalanlagen auf jährlicher Basis managen und unsere Risikobudgets zuverlässig einhalten können.

**Frau Konrad, kann man abschätzen, wie groß der Nachholbedarf beim De-Risking in Deutschland ist?**

**Vivien Konrad:** Aufgrund der unterschiedlichen Formen, die das De-Risking annehmen kann, ist es schwierig, den Handlungsbedarf zu beziffern. Der verbesserte Ausfinanzierungsgrad sowie die aktuell attraktiven Renditen von Zinsprodukten ermöglichen es jedoch vielen Pensionsplänen, den Fokus nun von der Schließung der Finanzierungslücke auf die Sicherung des erreichten Niveaus zu verlagern. Das Interesse für Beratungsgespräche sowie die Anzahl der Ausschreibungen für LDI-Mandate sind stark gestiegen. Ein weiterer Trend: Seit letztem Jahr haben einige Pensionspläne ein ausreichendes Finanzierungsniveau erreicht, um CDI-Strategien umzusetzen, welche in Deutschland noch ein relativ neues Thema sind.

**Können Sie CDI kurz beschreiben?**

**Vivien Konrad:** CDI steht für Cashflow-Matching-Strategien. Diese können für bereits fortgeschrittene Pensionspläne attraktiv sein, deren Arbeitnehmerbestand weitgehend inaktiv ist. Die Pläne stehen oft vor dem Problem, Cashflow-negativ zu sein, wodurch die Liquidität zu einem zentralen Schwerpunkt der Anlagestrategie wird. Bei CDI-Strategien werden die Anlagen mit dem Ziel selektiert, entsprechende vertraglich gesicherte Cashflows, zum Beispiel Kupons und Nominalwerte oder auch jede andere Art von sicher planbaren Cashflows, bei oder vor Fälligkeit der Verbindlichkeiten zu generieren. Dies hat nicht nur den Vorteil, die Liquidität zur Zahlung der anfallenden Verpflichtungen abzusichern, es beseitigt auch das Risiko, Vermögenswerte bei ungünstigen Marktbedingungen liquidieren zu müssen oder Ertragserwartungen nicht realisieren zu können, und reduziert somit auch die Marktrisiken der Anlagestrategie. Der Fokus der Strategie liegt hauptsächlich auf der Sicherung von Cashflows und nicht auf der Reduzierung der Bilanzvolatilität. CDI-Strategien können aus einem größeren Anlagespektrum als LDI-Strategien schöpfen und sowohl liquide als auch illiquide festverzinsliche Produkte umfassen. Sie können auch Infrastruktur-Vermögenswerte enthalten, die planbare Cashflows aus Stromabnahmeverträgen mit Windparks generieren. Wir haben auch schon Lösungen gesehen, die Mieteinnahmen aus Immobilien beinhal-

**„Ich stelle mir die Frage, wie eine angemessene und nachhaltige Kapitalausstattung zu quantifizieren ist."**

**HEIKO STURM**

ten. Die Sicherheit, mit der die Cashflows vorhersehbar sind, ist entscheidend.

**Herr Kraus, wie schauen Sie auf den Markt?**

**Tilo Kraus:** Im deutschen Privatsektor subsumieren wir hier alle Formen von Unternehmen. Also alles, was eine juristische Einheit darstellt. Ob die Muttergesellschaft im In- oder Ausland ansässig ist, ist dabei zunächst unerheblich. Die Gesamtsumme der Pensionsverbindlichkeiten liegt zwischen 600 Milliarden und 750 Milliarden Euro. Wir schätzen, dass die Finanzierungs-Ratios bei weniger als 50 Prozent liegen. Weniger als 50 Prozent der zugesagten deutschen Betriebsrenten haben dezidierte und abgegrenzte Finanzanlagen. Hinzu kommen die staatlichen Bilanzen. Dazu zählen die Beamtenversorgung sowie die staatlichen Angestellten, die nicht in juristischen Einheiten enthalten sind. Die Zahl, die wir dort gefunden haben und nicht von uns stammt, beträgt 1.800 Milliarden Euro. Diese ist um einiges größer als das Volumen auf Unternehmensseite. Uns erscheint das logisch, da auf Unternehmensseite die staatliche Rentenversicherung als erste Säule hinzukommt, die nicht für alle staatlichen Beschäftigungsformen relevant ist. Wenn man über De-Risking nachdenkt, ist die erste Frage, die sich viele Unternehmen stellen, ob sie ihre Betriebsrenten jederzeit aus ihrem Cashflow finanzieren können. Wenn dieser Cashflow irgendwann nicht mehr ausreicht, entsteht ein Problem. Besonders, wenn sich zum Beispiel Märkte verändern und die Nachfrage nach Produkten rückläufig ist. Zu nennen sind beispielhaft in der Zukunft vielleicht die Verbrennungsmotoren. Das nächste Thema ist Funding. Woher kommen die Finanzmittel für das Funding und wie viel kosten diese? Das dritte Thema ist die Zielsetzung des De-Risking.

**Heiko Sturm:** Auch ich gehe von einem erheblichen Gesamtvolumen aus, kann Ihnen aber keine konkreten Zahlen liefern. Zwar haben DAX-, als auch MDAX-Unternehmen nahezu vollumfänglich ein Vehikel zur externen Ausfinanzierung. Laut einer Studie der Frankfurt School of Finance & Management aus dem Jahr 2023 hat sich der Ausfinanzierungsgrad von DB-Pensionsplänen im Jahr 2022 global auf 96 Prozent verbessert und damit ein Allzeithoch erreicht. Deutschland hinkt bei der Absicherung der Pensionsverpflichtungen im internationalen Vergleich aber deutlich hinterher. Laut einer Studie von Mercer vom Januar ist der Wert der Pensionsverpflichtungen der DAX-40-Unternehmen in 2023 von rund 307 Milliarden Euro um 23 Milliarden Euro auf etwa 330 Milliarden Euro gestiegen, da der Zins gegenüber dem Vorjahr signifikant nachgab. Wir sind sehr stark im Mittelstand tätig. Auch dort leiden die Unternehmen unter zwei exogenen Faktoren, die sich ihrer Einflussnahme entziehen: Langlebigkeit und Zins. Das erschwert die Steuerung der Unternehmen. Diese Firmen nutzen CTA- oder Pensionsfondslösungen, um den Aufwand aktiv zu steuern und stille Reserven aufzubauen. Hier sehe ich erhebliches Marktpotential in Deutschland, was uns von unseren Genossenschaftsbanken und Steuerberatungsnetzwerken bestätigt wird.

**Herr Postler, können Sie uns bei den eben genannten Stichworten abholen? Über welche Risiken haben Sie sich in den vergangenen 20 Jahren die größten Gedanken gemacht? Wie sind Sie bei der Einrichtung von Ausfinanzierungsvehikeln vorgegangen?**

**Oliver Postler:** Nach verschiedenen Marktstudien ist per Ende 2022 das Funding-Level bei den DAX-40-Unternehmen auf rund 80 Prozent angestiegen – ein Rekordniveau. Das ist vor allem durch den massiven Zinsanstieg 2022 induziert. Dies bedeutet ein deutlich besseres Bedeckungsniveau als in der Vergangenheit. In diesem Zusammenhang rücken die Varianten des De-Risking und die intensivere Auseinandersetzung mit der Zerlegung potentieller Risiken verstärkt in den Fokus. Nach meiner Kenntnis haben wir in Deutschland bei den großen Banken in der Regel ein sehr hohes Ausfinanzierungsniveau und traditionell ein relativ hohes De-Risking gesehen. Das ist sicherlich teilweise darauf zurückzuführen, dass es vorrangig darum geht, die Funding-Volatilität unter IFRS zu reduzieren, also Impact direkt auf das Eigenkapital über das

OCI. Wenn man bedenkt, dass das Eigenkapital als Risikopuffer aus Sicht der Banken gleich hinter dem Vertrauen der Kunden steht, dann hat der Schutz des Eigenkapitals eine immens hohe Bedeutung. Daher haben Banken in Deutschland klassischerweise ein deutlich höheres De-Risking als andere Sektoren. Wir haben auch Unternehmen gesehen, die trotz eines sehr hohen Finanzierungslevels sogar den Return-Seeking-Anteil gestärkt haben. Bei uns begann 2019 eine Revolution mit der Umstellung der wesentlichen Sichtweise des Trägerunternehmens von HGB auf IFRS. Wir kamen aus einem Umfeld mit einer sehr niedrigen Hedge Ratio unter IFRS und analysierten zunächst, wie sich bei uns die verschiedenen Risikofaktoren gestalten. Wir kamen zu der Ansicht, dass sich unsere biometrischen Risiken handhaben lassen. Die wichtigste Risikogröße und auch die volatilste ist die Discount-Rate. Inflation ist ebenso ein wichtiges Thema. Dabei muss man berücksichtigen, was sich wie in der Bilanz auswirkt.

**Fließt die Inflation nicht rein über die Anpassung der Inflation laut BRG?**

**Oliver Postler:** Der Großteil der Rentenzahlungen bei uns wird an die durchschnittlich realisierte Inflation in Deutschland der letzten drei Jahre angepasst. Das erfolgt für etwa ein Drittel unserer Rentnerkohorte jedes Jahr. Daher haben wir aktuell auch noch eine Bugwelle aus der hohen Inflation der letzten Zeit. Ein Teil wurde im vergangenen Jahr verarbeitet, weitere Teile folgen dieses Jahr und auch noch nächstes Jahr. Das führt in der barwertigen Betrachtung zu einer Erhöhung der Liabilities, was sich ohne eine entsprechende Kompensation auf der Asset-Seite negativ auf das Funding-Level auswirkt. Auf unserer De-Risking-Reise begannen wir damit, die volatilste Komponente zunächst abzusichern, und das ist bei uns die Discount-Rate. Diese ergibt sich aus unserer Verpflichtungsstruktur und einer Zinsstrukturkurve, die zwar AA-geratete Euro-Unternehmensanleihen abbildet, jedoch in großen Teilen auch konstruiert wird, da der zugrunde liegende Korb an Unternehmensanleihen in seiner Laufzeit begrenzt ist. Die Kurve spiegelt am langen Ende ein Zinsniveau flach wie ein Pfannkuchen wider, das sich so am Markt derzeit nicht finden lässt. Die Nicht-Replizierbarkeit der Discount Curve ist somit eine besondere Herausforderung für das Asset Management. Daher nähern wir uns schrittweise darüber an, welche Komponenten die Discount-Rate bestimmen. Wir benötigen ein Stück weit Corporates, um Spreads zu generieren und den Gleichlauf sicherzustellen. Dadurch bekommt man aber nicht die benötigte Zinssensitivität über die gesamte Verpflichtungsstruktur. Der nächste Schritt sind dann Staatsanleihen, SSAs und Pfandbriefe mit längeren Laufzeiten. Zur Feinstrukturierung verwenden wir auch Derivate. Wir erreichen damit letztendlich, eine per se nicht replizierbare Kurve über den Einsatz verschiedener Instrumente im Markt möglichst gut abzubilden. Dies ist das Kernelement unserer LDI-Strategie. Sie ermöglicht uns einen hohen Grad an Absicherung, wenn nötig auch mit einem Durationshebel gegenüber unseren Verpflichtungen.

**Frau Konrad, welche Lösungen empfehlen Sie Unternehmen, die nach IFRS bilanzieren?**

**Vivien Konrad:** Wir führen auch Asset-Allocation-Studien zur Reduzierung der Bilanzvolatilität unter IFRS durch. In diesen Studien lassen wir einem Optimierer freie Wahl bei der Vermögensallokation, um das Anlageziel zu erreichen. Und letztendlich machen alle Lösungen Gebrauch von LDI-Techniken wie die, die von Herrn Postler beschrieben wurden. Unsere Studien zeigen auch, dass die Volatilität des Diskontsatzes hauptsächlich durch ganzheitliche Änderungen des Zinsniveaus getrieben wird, gefolgt von Änderungen der Kredit-Spreads. Das Zinskurvenrisiko spielt oft nur eine untergeordnete Rolle. Dies stimmt mit der beschriebenen Corporate-Bonds-Allokation in Kombination mit langläufigen Staatsanleihen, um die Duration zu heben, überein. Wir können nun darüber streiten, wo die optimale Absicherungsquote liegt. Inwieweit die erwähnten Risikofaktoren abgesichert werden können, hängt jedoch vor allem von

**„Unsere Studien zeigen, dass die Volatilität des IFRS-Diskontsatzes hauptsächlich durch ganzheitliche Änderungen des Zinsniveaus getrieben wird, gefolgt von Änderungen der Kredit-Spreads.“**

**VIVIEN KONRAD**

„Kürzlich konnten wir den Rentnerbestand eines großen Industrieverbandes auf einen kapitalmarktorientierten R+V-Pensionsplan und Plan Assets für Anwärter auf ein CTA übertragen."

**HEIKO STURM**

den Renditeanforderungen des Pensionsplans ab. Meines Erachtens sind derzeit die Verbindlichkeiten aufgrund der gestiegenen Zinsen vergleichsweise günstig. Auch für Unternehmen mit hohen Renditeanforderungen, die vorrangig weiter daran arbeiten müssen, ihre Finanzierungslücke zu schließen, empfiehlt es sich daher, sich den aktuellen Wert der Verbindlichkeit so weit wie möglich zu sichern.

**Oliver Postler:** Ich stimme dem vollkommen zu. Entscheidend sind die strategischen Zielstellungen. Da gibt es nicht wirklich Schwarz oder Weiß. Aus einer kurzfristigen Sichtweise der Bilanzsicherung unter IFRS ist möglicherweise eine hohe Hedge Ratio über LDI wünschenswert. Das kann jedoch auch Auswirkungen auf die Surplus Volatility und damit die mittel- und längerfristige Entwicklung des Funding-Levels haben. Es gilt, einen Ausgleich zu finden zwischen kurzfristiger Optimierung aus der Bilanzsicht und der längerfristigen Sicherstellung eines auskömmlichen Funding-Levels mit geringer Volatilität.

**Vivien Konrad:** Es kommt sehr darauf an, inwieweit ein Plan bereits ausfinanziert ist und wie hoch die Renditeanforderungen an die Anlagestrategie sind. Bei höheren Renditeanforderungen kann es aufgrund der gegenüber Wachstumsprodukten relativ geringeren Renditen von physischen Zinsabsicherungsprodukten oder der Rücklage eines angemessenen Sicherheitspuffers für Collateral bei Verwendung von Derivaten schwierig sein, eine 100-prozentige Zinsabsicherung zu erreichen.

**Oliver Postler:** Bei 100 Prozent Funding und 100 Prozent Zins-Hedge-Ratio ist es in einer De-Risking-Strategie sinnvoll, sich auf Corporates und langlaufende Bonds zu konzentrieren, um die Duration abzubilden. Bei Plänen mit aktiven Mitarbeitern stellt sich aber auch die Frage im Hinblick auf Future Service Costs, also die zusätzlichen Altersversorgungsansprüche der aktiven Mitarbeiter im Zeitverlauf, die möglicherweise nicht über eine Contribution kompensiert werden. Gleiches gilt für die andiskutierte unerwartete Inflation. Wenn man von der DBO-Performance ausgeht, also dem vergleichbaren Return auf der Verpflichtungsseite, dann müsste die Asset-Seite die Discount-Rate plus x erwirtschaften. Das ist genau das Spannungsfeld. Selbst bei einem guten Funding-Level besteht die Gefahr, dass man kurzfristig eine sehr gute Hedge Ratio hat, aber mittel- bis langfristig im Funding-Level wieder sinkt. Was bedeutet, dass man dann umso mehr Duration über die Assets

**HEIKO STURM**
**GESCHÄFTSFÜHRER, R+V TREUHAND GMBH**

Den Schwerpunkt seiner Tätigkeit bildet die Beratung von Firmenkunden innerhalb und außerhalb der genossenschaftlichen Finanzgruppe zum De-Risking bestehender Versorgungswerke. Aktuell ist das stärkste Geschäft die Auslagerung von Pensionsverpflichtungen auf externe Versorgungsträger.

nehmen müsste, um auf dem Level zu bleiben. Oder man geht doch einen Teil in Return Seeking.

**Tilo Kraus:** Das ist dann nochmal eine dritte Dimension. Mit anderen Worten: Ich möchte eigentlich einen künftigen Beitrag, der heute nicht bilanziell erfasst ist, nämlich den Future Service, ebenfalls durch den Ertrag erfassen. In der Dimension bin ich plötzlich in einem Dreieck und nicht mehr zwischen zwei Themen. Bei uns in der Rentnergesellschaft stellt sich glücklicherweise das Thema Future Service nicht. Ich tue mich mit LDI je nach Portfoliokonstruktion schwer. Angenommen, man strukturiert ein Portfolio so, dass jeder Cashflow abgedeckt ist. Wenn ich biometrische Sicherheit und Inflationssicherheit hätte, dann wäre dies ein perfekter Hedge. Dummerweise habe ich aber die Themen biometrische Risiken und Inflation und bekomme sie auch nicht weg. Deshalb funktioniert an dieser Stelle ein LDI im Risikoszenario, also bei Inflation oberhalb des Rententrends oder Verschiebung der Sterbetafeln, nicht. Zumindest nicht mit dem Anspruch, eine Nachhaftung auszuschließen. Also muss der Portfolioansatz mehr als die Diskontierungszinsen erwirtschaften, um diese Risiken auffangen zu können. Dann aber ist entweder das Zinsrisiko nicht mehr voll gesichert oder aber es müssen Derivate bzw. Leverage eingesetzt werden, um die Lücke aufzufangen.

**Vivien Konrad:** Ich gebe einen Denkanstoß zum CDI. Eines der größten Risiken für Cashflow-basierte Strategien ist das Reinvestitionsrisiko. Die meisten Vermögenswerte haben eine kürzere Laufzeit als das Fälligkeitsdatum der langfristigen Verbindlichkeiten. Das heißt, wenn die Mehrheit der Cashflows der Vermögenswerte früher generiert werden als die langlaufenden Verbindlichkeiten, müssen sie zwangsläufig im Laufe der Zeit reinvestiert werden, zu dann herrschenden Marktbedingungen. Als konkretes Beispiel nehmen wir eine Anleihe mit einer Laufzeit von zehn Jahren und eine Verbindlichkeit, die in 20 Jahren fällig ist. Nach zehn Jahren müssen Sie die Anleihe für weitere zehn Jahre zu den dann aktuellen Marktrenditen reinvestieren. Sollten nun im Laufe der ersten zehn Jahre die Renditen unter die aktuellen Forward-Erwartungen fallen, wird die zweite Anleihe weniger Cashflow generieren, als Sie ursprünglich über die 20 Jahre erwirtschaften wollten. Dieses Risiko kann gesteuert werden, indem Sie Ihrer Anleihe einen Swap hinzufügen. In dem beschriebenen Szenario hätte der Swap durch die fallenden Zinsen an Wert gewonnen. Dieser Mehrwert aus dem Swap kann verwendet werden, um mehr von dem Nominalwert der zweiten Anleihe zu kaufen, und somit wieder den ursprünglich erwarteten Cashflow zu generieren. Das Management des Reinvestitionsrisikos ist praktisch die gleiche Technik wie LDI und verwendet die gleichen Produkte.

## TILO KRAUS
### CFA, GESCHÄFTSFÜHRER DER VEDRA PENSIONS GMBH

VEDRA trägt die Verantwortung für die Pensionen von knapp 5.000 Anspruchsberechtigten/Rentnern, die unter anderem ehemalige Mitarbeiter von AEG Telefunken und der Metro Gruppe sind. Tilo Kraus schätzt die Summe der Pensionsverbindlichkeiten im deutschen Privatsektor auf zwischen 600 Milliarden und 750 Milliarden Euro. Als privat gehaltene Gesellschaft und HGB-Bilanzierer liegt der Fokus vor allem auf der nachhaltigen Erzielung von stetigen Cashflows.

**Tilo Kraus:** Ich greife das Beispiel auf. Nehmen wir an, ein Unternehmen adressiert das Re-Investment-Risiko über Termin-Swaps. Damit ist das Re-Investment-Risiko erstmal gehedgt. Dann denkt man an die kürzliche Zinsbewegung und die Erfahrung in Großbritannien. Nehmen wir einen starken Zinsanstieg an. Dann hat der Termin-Swap mit langer Duration einen starken negativen Marktwert. Auf diesen fordert das Clearing-Haus oder die Bank nun Collateral. Also muss ich in der Asset Allocation die Liquiditätsquote weiter erhöhen, um neben anstehenden Pensionszahlungen und Schutz gegen schlechte Marktphasen auch noch die Eventualität des Collateral zu berücksichtigen.

**Vivien Konrad:** Definitiv muss jede umsichtige Anlagestrategie, die Derivate einsetzt, einen angemessenen Sicherheitspuffer für Collateral berücksichtigen. Bei Schroders entwickeln wir konservative Strategien, die robust gegen Schocks wie die beschriebenen und viele andere Szenarien sind. Dies half uns auch, die LDI-Portfolios unserer Kunden durch die Gilt-Krise zu steuern.

**Oliver Postler:** Wir haben eine Periode von 30 Jahren erlebt, in der die Zinsen von 6 auf 0 Prozent sanken und dann innerhalb eines Jahres von 0 auf 4 gestiegen sind. In diesem Umfang und Tempo haben wir das noch nicht erlebt. Das war für viele Marktteilnehmer ein Schock. Viele kannten steigende Zinsen nur aus den Lehrbüchern. Lehrreich waren auch die Ereignisse in Großbritannien im Oktober 2022 mit dem massiven Zinsanstieg der Gilts. Das hat dort einige Pensionsfonds mit höherem Derivate-Exposure vor Probleme gestellt. Da gab es plötzlich ein Liquiditätsproblem im System. Cash hat gefehlt. Das hat allen die Risiken beim Einsatz von Derivaten wieder deutlich vor Augen geführt. Generell bevorzugen wir einen Mix aus verschiedenen physischen Bonds. Obwohl wir auch akzeptieren, dass Derivate für die Feinsteuerung durchaus sinnvoll sind. Wohl wissend um die dahinterliegenden Risikofaktoren, insbesondere auch, was das Collateral anbelangt.

**Tilo Kraus:** Im Endeffekt muss also das Asset-Liability-Management die Collateral-Anforderungen und deren Verschiebungen berücksichtigen. Am Beispiel aus in Großbritannien sieht man gut, was passieren kann, wenn steigende Zinsen mehr Collateral-Anforderung bedeuten und gleichzeitig die Bond-Preise fallen. Aus dem dortigen Markt hören wir, dass die

Asset Allocation bei einigen Marktteilnehmern schrittweise umgebaut wird, mehr in Richtung Ertragsgenerierung und absoluter Return-Ansatz.

**Oliver Postler:** Genau, den Leverage herunternehmen.

**Vivien Konrad:** Wir sehen, dass es eher in Richtung physische LDI-Strategien geht.

**Tilo Kraus:** Bei einer genauen physischen Umstellung stellt sich am langen Ende allerdings ein Verfügbarkeitsproblem. Die Anzahl und das Volumen der verfügbaren AA-Bonds mit Laufzeiten oberhalb der 15 Jahre werden dünn. Es gibt also einen Mangel an entsprechenden langlaufenden Anleihen.

**Oliver Postler:** Insbesondere auch von Inflation Linker.

**Tilo Kraus:** Das kommt noch dazu. Darüber haben wir noch nicht gesprochen. Nehmen wir einfach den Basiszinssatz und sagen, es gibt in Deutschland 750 Milliarden Euro Pensionsverbindlichkeiten. Der aggregierte Markt für AA Corporate Bonds in Deutschland ist keine 750 Milliarden Euro schwer.

**Oliver Postler:** Da kommen Sie ja eigentlich ins Spiel. Großbritannien ist ein Markt für Buy-in- and Buy-out-Strategien.

**Tilo Kraus:** Richtig. Aber je nachdem, wie ich den Buy-in und Buy-out gestalte, habe ich das gleiche LDI-Problem. Meine provokante These: Möglicherweise ist der Markt für Pensionsverbindlichkeiten einfach zu groß für den darunterliegenden Bond-Markt, um effizient ein De-Risking über langlaufende AA-Anleihen umsetzen zu können.

**Vivien Konrad:** In diesem Fall müssten wir über den Markt für Unternehmens- und Staatsanleihen der Eurozone sprechen. Ich möchte ein weiteres Argument für die Absicherung des Reinvestitionsrisikos bzw. LDI-Overlays anführen. Das größte Zinsänderungsrisiko ergibt sich aus den sehr langfristigen Zahlungsverpflichtungen. Das bedeutet, dass Absicherungsstrategien Staatsanleihen in der Regel für die Cashflows der Verbindlichkeiten in sehr ferner Zukunft verwenden. Daraus ergibt sich für CDI-Strategien, die diese Techniken verwenden, im Laufe der Zeit auf natürliche Weise ein De-Risking von illiquiden Vermögenswerten und Unternehmens-

**„Auf unserer Seite bedeutet eine Rentnergesellschaft juristisch betrachtet eine Unternehmensabspaltung.“**

**TILO KRAUS**

„Ich hatte schon lange den Wunsch, ein Portfolio zu zeigen, das einfach nur die Marktrendite verdient, ohne durch unterjähriges Risikomanagement beeinflusst zu werden."

**SVEN SCHUSTER**

anleihen in Staatsanleihen. Wenn das Portfolio nach vielen Jahren komplett aus Staatsanleihen besteht, sehe ich das nicht als negative Eigenschaft.

**Tilo Kraus:** Die bloße Tatsache, dass wir uns nicht an einen Staatsausfall erinnern, heißt nicht, dass er nicht möglich ist.

**Herr Schuster, Sie administrieren einen geschlossenen Fonds im öffentlichen Sektor und fahren auch eine LDI-Strategie. Möchten Sie die erläutern?**

**Sven Schuster:** Vieles des hier Besprochenen brauchen wir nicht. Es ist wichtig zu unterscheiden, dass wir drei Teilvermögen haben. Betrachten wir das Thema Pensionsrückstellungen, was recht überschaubar ist. Unsere Pläne sind noch offen, wir haben sie nie geschlossen, was auch mit dem Arbeitsmarkt zusammenhängt. Den Fachkräftemangel beobachten wir schon lange. Durch Tarifbindung und den Status einer öffentlichen Körperschaft sind wir bei den finanziellen Anreizen limitiert. Dennoch haben wir mit der zusätzlichen betrieblichen Altersversorgung eine gute Möglichkeit, uns auf dem Arbeitsmarkt zu positionieren. Es handelt sich dabei um eine reine Direktzusage oder auch Defined Benefit. Schon dadurch wird klar, dass wir in der Theorie überhaupt keine Ausfinanzierung benötigen. Obwohl wir nicht ausfinanzieren müssten, wollen wir es im Hinblick auf das große Thema staatliche Pensionslasten tun. Die Bundesanstalt für Post und Telekommunikation – kurz: BAnst PT – hat uns bei der Ausfinanzierung der Pensionsrückstellungen geholfen, indem sie hier vorangegangen ist. Wir haben zu 100 Prozent Kapitaldeckung. Einmal im Jahr lassen wir ein versicherungsmathematisches Gutachten erstellen über unsere bAV. Da wir rein nach HGB bilanzieren, steckt im Vergleich zu den Kollegen, die IFRS beachten und eine Steuerbilanz erstellen müssen, auch viel Einfachheit darin. Von den Postnachfolgeunternehmen bekommen wir über die BAnst PT jährlich die jeweilige Zuführung überwiesen und investieren sie zu 100 Prozent am Kapitalmarkt. Das Gesamtvolumen beträgt derzeit 25 Millionen Euro. Wir nutzen einen sehr elaborierten SAA-Prozess für die Altersrückstellungen aus unserem Versicherungsgeschäft. An dessen Ergebnis lehnen wir uns in der bAV an. Für unsere Asset Allocation verwenden wir ETFs in einem Spezialfondsmandat. Einmal im Jahr erfolgt eine Mittelzuführung mit gleichzeitigem Rebalancing. Dabei steuern wir auf eine Aktienquote von 25 Prozent. Dann halten wir noch 75 Prozent Investment-Grade-Anleihen. Wir erlauben uns, das einfach so laufen zu lassen. Diese Strategie ermöglicht es uns, den Marktrenditen zu folgen und gleichzeitig transparent und leicht verständlich für jeden zu bleiben. Ich hatte schon lange den Wunsch, ein Portfolio zu zeigen, das einfach nur die Marktrendite verdient, ohne durch unterjähriges Risikomanagement beeinflusst zu werden.

**Wir wollen uns vor allem über die externen Ausfinanzierungsvehikel unterhalten, wie etwa CTAs, Pensionsfonds und Rentnergemeinschaften. Herr Kraus, kennen die Unternehmen diese drei Vehikel? Rentnergemeinschaften werden stärker nachgefragt. Ist das Thema, dass das Trägerunternehmen irgendwann komplett aus der Haftung entlassen wird, ein entscheidendes Kriterium?**

**Tilo Kraus:** Das ist entscheidend. Der Kenntnisstand der Finanzentscheider in großen und größeren Unternehmen spielt eine große Rolle. Sie haben ein tiefes Know-how durch hinreichende Beratungsangebote und Informationen im Internet. Die Entscheidung des Weges ist häufig davon geprägt, wie viel Freiheit man möchte. Einige bevorzugen CTAs für höhere Freiheitsgrade und Set-up-Möglichkeiten, während andere Pensionsfonds vorziehen. Die Rentnergesellschaft ist auch deshalb interessant, weil die Verbindung einer Rentnergesellschaft mit einem CTA weiterhin eine gute Treuhandfunktion gewährleistet. Aus dem Blickwinkel eines abgebenden Unternehmens bietet die Rentnergesellschaft den Vorteil eines endgültigen Risikotransfers. Bei den anderen Themen besteht hingegen eine hinten heraus quantifizierbare Nachhaftung.

**Heiko Sturm:** Die R+V Gruppe bringt ihre überbetriebliche Treuhand, den Pensionsfonds und die rückgedeckte Gruppenunterstützungskasse als externe Ausfinanzierungsvehikel zum Einsatz. Kürzlich konnten wir den Rentnerbestand eines großen Industrieverbandes auf einen kapitalmarktorientierten R+V-Pensionsfonds und Plan Assets für Anwärter auf ein CTA übertragen. Gemeinsam mit dem Trägerunternehmen haben wir diskutiert, ob wir nur Pensionäre bis zu einer bestimmten Altersgrenze auslagern. Die Entscheidung, alle Rentner auszulagern, führte im Pensionsfonds zum Aufbau stiller Reserven durch Überdeckung. Vorteile für die Trägerunternehmen waren die Aufwandssteuerung und bessere Planbarkeit. Das Thema Mitbestimmung spielt bei einem CTA keine Rolle, da es sich nur um ein Finanzierungsvehikel und nicht um den Wechsel eines Durchführungsweges handelt. Das ist bei der Übertragung auf einen Pensionsfonds anders. Hier spielt die Mitbestimmung eine wichtige Rolle, auch wenn der Arbeitgeber in der Subsidiärhaftung verbleibt und bei Unterdeckung vielleicht nachschießen muss. Beim Pension Buy-out halte ich persönlich auch aufgrund meiner Berufserfahrung die Interessenwahrnehmung von Betriebsrat und Betriebsrentnern für sinnvoll, da sich die Pensionäre in der Regel weiterhin dem Unternehmen zugehörig fühlen und eine Abspaltung zu Sorgen über die Erfüllbarkeit der Versorgungsverpflichtungen führt.

**Tilo Kraus:** Eine Abspaltung unterliegt mit Blick auf eine Rentnergesellschaft einer 30-tägigen Informationspflicht gegenüber dem Betriebsrat. Pensionäre und Mitarbeiter sollte man mit einem transparenten Kommunikationskonzept informieren. Für die Betriebsrentner sollte man vor allem den aktuellen Sicherheitsstatus betrachten und wie sich dieser durch die Abspaltung in eine Rentnergesellschaft verändert. Das Nächste ist die kommunikative Verbindung zum Anspruchsberechtigten nach der Abspaltung. Bei VEDRA gibt es beispielsweise einen Plan, wo das Unternehmen weiterhin die Rentnerbetreuung übernimmt. In einem anderen Plan hat diese Betreuung ein beauftragtes externes Aktuariat als Dienstleister übernommen. In Gesprächen mit Unternehmen erleben wir oft die Situation, dass ein alter Pensionsplan existiert, der bereits geschlossen wurde und wo die Rentnerbetreuung für das Unternehmen eine untergeordnete Rolle spielt. Viele Rentner spüren das. Somit ist neben Sicherheit das Service-Level eine weitere wichtige Dimension. Zurück zum Risikothema: Als heutiger Betriebsrentner eines Unternehmens, das gar nicht ausfinanziert ist, trägt der Arbeitnehmer aus seiner subjektiven Sicht aktuell kein Risiko auf seine Basisrente, da diese durch die Gemeinschaft der Unternehmen über den Pensions-Sicherungs-Verein abgesichert ist. Allerdings trägt der Rentner das Risiko ausbleibender künftiger Pensionsanpassungen, die im Insolvenzfall des Trägerunternehmens nicht durchgeführt werden. Wenn man das als Barwert berechnet, basierend auf den nächsten 30 Jahren mit 2,25 Prozent, anteilig auf den Block der Rückstellung, ergibt sich ein erhebliches Risiko- oder Verlustpotential. Das ändert sich, wenn die Pension über einen der Ausfinanzierungswege kapitalgedeckt wird. Bei einer Rentnergesellschaft ist also bei einer vollen Dotierung am Anfang dieses Risiko für den Pensionär erheblich reduziert, genau wie bei einem Pensionsfonds auch. Bei einem CTA ist dies schwieriger zu beurteilen, da ein CTA nicht voll dotiert sein muss. Daher ist es wichtig, genauer zu untersuchen, was sich hinter einem CTA wirklich verbirgt.

**Frau Konrad, kommen auch Ihre Kunden mit der Frage nach dem Ausfinanzierungsvehikel auf Sie zu?**

**Vivien Konrad:** Wir besprechen mit unseren Kunden, die nach Lösungen für ihre inaktiven Planmitglieder suchen, sowohl über CDI-Strategien als On-Balance-Sheet-Run-off-Lösungen in einem CTA sowie Anlagelösungen im Rahmen von Risikotransfers an Rentnergesellschaften. Es gibt jedoch einen erheblichen Vorteil von Rentnergesellschaften, die nach HGB bilanzieren, gegenüber CDI-Strategien in einem CTA, das nach IFRS bilanziert wird.

**„Bei einer Rentnergesellschaft ist also bei einer vollen Dotierung am Anfang dieses Risiko für den Pensionär erheblich reduziert."**

**TILO KRAUS**

**„In den USA zucken die Leute nur mit den Schultern, wenn man ihnen sagt, dass ihre Pensionszahlungen gerade auf dem Kapitalmarkt erwirtschaftet werden."**

**SVEN SCHUSTER**

IFRS bewertet den Marktwert von fixen Cashflows aus illiquiden Vermögenswerten anders als den von Cashflows aus liquiden Wertpapieren. Häufig werden daher innerhalb eines CTA, dessen Anlagestrategie auf die Steuerung der IFRS-Bilanzvolatilität ausgerichtet ist, diese Vermögenswerte ausgeschlossen oder nur als Wachstumsvermögen betrachtet, obwohl diese Cashflows produzieren, die aus ökonomischer Sicht auch zur Deckung von Zahlungen der Verbindlichkeiten dienen können. Eine CDI-Strategie, die frei von IFRS-Bilanzmanagement ist, kann daher aus Sicht des Investment Managements mitunter ökonomisch sinnvoller sein.

**Herr Kraus, haben die Unternehmen, mit denen Sie sprechen, auch die Wahl? Oder setzen sie sich mit der Frage auseinander, ob sie sich vielleicht für eine Rentnergesellschaft entscheiden oder sich doch an einen überbetrieblichen Pensionsfonds dranhängen sollten?**

**Tilo Kraus:** Es gibt Situationen, in denen sich diese Frage stellt und wo sich Unternehmen für beispielsweise einen Pensionsfonds entscheiden. Wir haben aber auch Situationen, wo Durchführungswege wie Pensionsfonds oder Unterstützungskasse in eine Rentnergesellschaft integriert werden sollen, Unternehmen also eine Gesamtlösung anstreben. Es gibt verschiedene Katalysatoren, die dazu führen könnten, dass sich ein Unternehmen ernsthaft mit einem Pension Buy-out als ultimativem und vollständigem Risikotransfer auseinandersetzt. Es gibt zum einen das Beispiel einer ausländischen Muttergesellschaft, die in ihrem jeweiligen Heimatland einen Buy-out durchgeführt hat und sagt: Moment, wenn das in dem Land für mich sinnvoll ist, dann sollte es auch in jenem Land für mich sinnvoll sein. Zum anderen haben wir recht häufig das Thema Unternehmenstransformation. Es kann also sein, dass ein Unternehmen in zwei Teile geteilt wird. Dann stellt sich die Frage, was mache ich jetzt mit den Pensionen? Dann kann es auch das Thema Unternehmensverkauf oder auch Unternehmensschließung sein. Die erste Rentnergesellschaft der VEDRA hat Betriebsrentner der AEG Telefunken Nachrichtentechnik, eines Unternehmens, das durch diverse Restrukturierungs- und M&A-Prozesse gelaufen ist. Irgendwann wurde einfach ein Unternehmensbereich geschlossen. Es gibt einen anderen Fall in Deutschland, wo eine Rentnergesellschaft für einen ehemaligen Produktionsbetrieb von Videorekordern errichtet wurde. Am Ende stellt sich in diesen Fällen die Frage: Was macht man mit den Betriebsrenten, nachdem alle anderen bilanziellen Fragen

**SVEN SCHUSTER**
**LEITER KAPITALANLAGEN, POST-BEAMTENKRANKENKASSE**

Bei Sven Schuster ticken die Uhren etwas anders. Die Krankenkasse ist im Bestand geschlossen und daher sehr stark passivseitig getrieben. Für ihn ist die zentrale Frage, wie er die Passivseite bedient und Nachschüsse vermeidet. Ein weiteres Anliegen: Die Beitragsentwicklung für die Versicherten soll im Rahmen bleiben. Auch das ist aus seiner Sicht eine Form des De-Risking.

geklärt worden sind? Und zu guter Letzt gibt es auch noch Corporate-Finance-Überlegungen als Motivation. Mit anderen Worten: Ist für mich als CFO, als Eigentümer ein Pension Buy-out eine Alternative, die sich unter Wahrung aller Gesichtspunkte und Nebenbedingungen positiv oder eben nicht positiv auswirkt.

**Welche rechtlichen oder auch steuerlichen Fragen ergeben sich dabei auf Seiten des Veräußerers und auf Ihrer Seite? Was gilt es dabei zu beachten?**

**Tilo Kraus:** Auf der Unternehmensseite gibt es verschiedenste Permutationen. Auf unserer Seite bedeutet eine Rentnergesellschaft juristisch betrachtet eine Unternehmensabspaltung. Zu diesem Teilbetrieb gehören Pensionen und die dazugehörigen Assets der neuen Gesellschaft. Steuerlich gibt es im Bereich der latenten Steuern einige Fragestellungen. Die geringere steuerliche Dotierung einer Pensionsverbindlichkeit führt zu aktiven latenten Steuern, die mit einem Buy-out schneller aufgelöst werden können, also ein Vorteil für das Unternehmen.

**Kommen wir auf das BAG-Urteil von 2008 zu sprechen, insbesondere bezüglich der Kapitalausstattung. Wie klar hat dieses Urteil Ihrer Meinung nach das Thema Kapitalausstattung geregelt? Wo sind möglicherweise offene Fragen, insbesondere aus Ihrer praktischen Erfahrung?**

**Tilo Kraus:** Zur Einordnung: Das Urteil des Bundesarbeitsgerichtes bezieht sich auf die ordnungsgemäße Dotierung von Rentnergesellschaften. Wir haben unsere erste Rentnergesellschaft als Pioniertransaktion 2016, also deutlich nach dem BAG-Urteil, erworben. Rentnergesellschaften als interne Rentnergesellschaften gibt es entsprechend schon länger. Im angesprochenen BAG-Urteil wurde höchstrichterlich beurteilt, woran sich eine ordnungsgemäße Kapitalausstattung einer Rentnergesellschaft bemisst. Die Richter haben entschieden, dass die Verbindlichkeiten der Rentnergesellschaften mit einer vorsichtigen Sterbetafel gemessen werden müssen. Dabei hat man auf die DAV-Sterbetafeln referenziert. Die Pensionszahlungen sollten hinreichend Geldwertstabilität berücksichtigen. Hierzu haben die Richter auf den Durchschnitt der letzten 20 Jahre abgestellt, wobei Durchschnitte der Vergangenheit immer etwas kritisch sind. Zu guter Letzt soll die Pensionsverbindlichkeit mit einem konservativen Diskontierungszinssatz bepreist werden. Im Zweifelsfall wurden 3 Prozent als hinreichend konservativ beurteilt.

**Oliver Postler:** Zum Verständnis: Im Fall eines Rentnerbestands, der noch nicht im Pensionsfonds ist, ist es also erforderlich, sowohl unter der IFRS- als auch unter der HGB-Sichtweise die Bedeckung sicherzustellen. Im Zwei-

**GORAN CULJAK**
REDAKTEUR DPN

**MODERATOREN**

**GUIDO BIRKNER**
CHEFREDAKTEUR DPN

fel schlägt aktuell der niedrigere HGB-Zins? Das bedeutet, ich übergebe eigentlich mit einer höheren IFRS-Ausfinanzierung, weil der HGB-Zins deutlich niedriger ist?

**Tilo Kraus:** Das ist derzeit ein großes Thema. Der HGB-Zins ist ein künstlich erzeugter, da er sich auf einen sieben- bis zehnjährigen Durchschnitt bezieht. Wir verwenden als Aufsatzpunkt für ein Pricing deshalb eher heutige Marktzinsen. Danach müssen wir uns darüber Gedanken machen, wie wir die buchhalterische Lücke zwischen einer HGB-Bewertung, einer BAG-konformen Kapitalausstattung sowie einem ökonomischen Wert überbrücken können, wobei Letzterer auch andere Parameter hat. Dabei müssen wir die gesetzlichen Anforderungen inklusive BAG, die Unternehmensbilanz gemäß HGB auf Einzelgesellschaftsebene und IFRS im Fall von Konzernen berücksichtigen. Entsprechend kann es zwischen den Berechnungen nach BAG, HGB sowie Marktzinsen erhebliche Unterschiede geben, die man in der Strukturierung einer Rentnergesellschaft oder einer Abspaltung adressieren muss.

**Oliver Postler:** Aber wie schließt man die Lücke? Wenn man unter Berücksichtigung konservativer Annahmen nach HGB herausgibt, existiert in der Regel sowieso ein gewisser Puffer auf der Asset- und Liability-Seite. Unter HGB haben wir den niedrigeren Zins, was bedeutet, dass das gleiche Portfolio aus IFRS-Sicht, beispielsweise aus einem vorhandenen CTA, herausgeschnitten wird. Das führt dazu, dass der Anteil, den man weitergibt, vielleicht deutlich höher ist als das, was anteilig auf die verbleibenden aktiven Mitarbeiter entfällt.

**Tilo Kraus:** Aktive Mitarbeiter machen wir ja nicht, wir nehmen nur Pensionäre.

**Oliver Postler:** Das ist klar. Möglicherweise hat das Unternehmen im CTA aktive und passive Mitarbeiter. Sie haben beispielsweise ein Portfolio mit 80 Prozent Aktiven und 20 Prozent Passiven. Nun gibt man die 20 Prozent Passiven heraus. Dies bedeutet jedoch, dass ich den Passiven aus der IFRS-Sicht mehr mitgebe, als für die 80 Prozent Aktiven relativ übrig bleibt.

Dies liegt daran, dass der Rechnungszins im HGB niedriger ist, was relativ zu einer Überfinanzierung aus IFRS-Sicht für diesen Teil führt und entsprechend den Restbestand der verbleibenden Aktiven auf der Asset-Seite reduziert. Habe ich die Mechanik richtig verstanden?

**Tilo Kraus:** Das haben Sie im konkreten Fall nur, wenn Sie ein CTA mit einem gemischten Bestand haben, der vollständig ausfinanziert ist und bei dem Sie die Ausfinanzierung in die Rentnergesellschaft zum HGB-Wert in Cash als abgebendes Unternehmen mitgeben.

**Oliver Postler:** Entscheidend ist demnach, wie vorhin erläutert, der HGB-Zins, korrekt?

**Tilo Kraus:** Maßgeblich ist der HGB-Zinssatz, um die Einzelbilanz zu erstellen und um die handelsrechtliche Eintragung der Rentnergesellschaft zu ermitteln. Für die Werthaltigkeit nach BAG ist hingegen ein BAG-Gutachten mit diesen Parametern entscheidend. Ökonomisch ist jedoch der heutige Marktzins entscheidend, also vielleicht IFRS als Proxy. Die Lücken zwischen diesen Berechnungslogiken kann man auf verschiedene Arten adressieren. Eine Möglichkeit wäre, dass es mir als Unternehmen so viel wert ist, dass die Rentnergesellschaft zum höchsten Wert in Cash ausgestattet wird. Eine andere Möglichkeit ist, dass der Eigenkapitalbeitrag des Erwerbers der Rentnergesellschaft schon beim Aufsetzen berücksichtigt wird. Bei VEDRA schließen wir also einen Teil der Lücke durch unseren Beitrag zum Risikokapital, also Eigenkapital.

**Vivien Konrad:** Der von Herrn Kraus beschriebene Ansatz ist eine Lösung des Problems. Aus meiner Sicht gibt es verschiedene Arten von Rentnergesellschaften, die unterschiedliche Herangehensweisen an dieses Problem, verschiedene Ansätze in Bezug auf Kapitalbeteiligung, Anlagestrategien und Beteiligung an möglichen Überschüssen haben. Es gibt ein breites Spektrum an Möglichkeiten in diesem Bereich.

**Tilo Kraus:** Das ist auch gut so. Allerdings bedarf es einer stringenten Beleuchtung der Risikotragfähigkeit von Rentnergesellschaften.

**Heiko Sturm:** Bei der Rentnergesellschaft handelt es sich um einen geschlossenen Bestand. Ich stelle mir die Frage, wie eine angemessene und nachhaltige Kapitalausstattung zu quantifizieren ist. Versicherungsmathematisch geht es dabei um geeignete Sterbetafeln, den Rechnungszins und eine Inflationserwartung. Auch ich sehe das Erfordernis einer HGB-Bewertung. Und faktisch bestehen weiterhin Kapitalanlage- und Langlebigkeitsrisiken, die bis zu einer Dauer von zehn Jahren auf den ursprünglichen Arbeitgeber zurückfallen können. Auf der anderen Seite könnte die Kapitalausstattung auch zu auskömmlich kalkuliert sein. Der Einsatz eines CTA ist deutlich flexibler. Die Finanzierung der Pension erfolgt entweder über das CTA oder aus den Cashflows, da die CTA-Nutzung ein Recht für den Arbeitgeber, aber keine Verpflichtung ist. Im Gegensatz dazu kann das Trägerunternehmen bei einem Pensionsfonds Geld bei Überdeckung herausziehen oder wenn der letzte Versorgungsberechtigte bei einem kapitalmarktorientierten Pensionsfonds verstorben ist. Dann erfolgt eine Auskehrung des vorhandenen Deckungskapitals an die Trägerunternehmen. Mich interessiert sehr, wie sich das bei einer Rentnergesellschaft verhält, Herr Kraus.

**Tilo Kraus:** Im Grunde genommen ist es bei einer Rentnergesellschaft ein bisschen eine Kombination von beidem. Überschüsse entfallen letztlich auf den Eigentümer. Rechnungslegungsseitig ist es bei einer Rentnergesellschaft wie bei einem CTA, aber auch de facto bei einem Pensionsfonds nicht anders. Der Pensionsfonds glättet über den Erwartungswert seiner Rendite, ähnlich wie eine Rentnergemeinschaft, die ebenfalls einen Erwartungswert ihrer Rendite hat. Das mathematische und finanzwirtschaftliche Grundprinzip ist dasselbe. Letztendlich müssen wir sicherstellen, dass wir mit unseren Anlagen inflationsbereinigt über den Zyklus die

**„Wir haben auch Unternehmen gesehen, die trotz eines sehr hohen Finanzierungslevels sogar den Return-Seeking-Anteil gestärkt haben."**

**OLIVER POSTLER**

Planrendite erwirtschaften und die Cash-Erträge zu einer hinreichenden Dotierung unserer Liquiditätspuffer im Zeitablauf führen. Alles darüber Hinausgehende sind Leitplanken. Das gesamte Accounting-System lenkt manchmal vom eigentlichen Kernziel ab. Dieses lautet: Die Rentnergesellschaft muss jederzeit in der Lage sein, die Rentenzahlungen leisten zu können.

**Gehen wir eine Ebene höher und kommen auf den Pension Buy-out zu sprechen. Wir sind ausgegangen von DB-Plänen und von der Direktzusage. Wäre auch der öffentliche Bereich dafür geeignet? Sind Ihnen dort Fälle von Pension Buy-out bekannt, Herr Schuster?**

**Sven Schuster:** Mir ist nichts bekannt. Auch deshalb, weil im öffentlichen Bereich sehr oft das Beamtenrecht im Hintergrund steht. Wir haben uns einmal angeschaut, ob es für uns Sinn ergäbe, eine Pensionsfondslösung zu wählen oder einen eigenen aufzusetzen. Bei Letzterem waren wir wegen des geringen Anlagevolumens schnell raus. Woanders einzusteigen hätte zwar den Pluspunkt, dass wir uns die gerade diskutierten bilanziellen Vorteile reingeholt hätten. Die benötigen wir aber nicht unbedingt. Im Ergebnis hätten wir uns an einen bestehenden Pensionsfonds anschließen können. Damit hätten wir uns aber Komplexität reingeholt, die wir derzeit nicht haben. Hinzu kämen ungünstige Kostenstrukturen und einkommensteuerliche Risiken für unsere Beschäftigten. In der Gesamtbetrachtung haben wir entschieden: Wir bleiben beim einfachen Ansatz. Mein Eindruck ist zudem, dass man schnell die verschiedenen Gestaltungsmöglichkeiten sieht, jedoch die ökonomische Wahrheit dahinter vergisst. Ich muss keine Bilderbuchbilanz nach HGB abliefern, vielmehr muss ich meine passivseitigen Verpflichtungen erfüllen. Ich muss diese zu jedem Zeitpunkt vollumfänglich adressieren können. Und dabei interessieren mich vor allem die Cashflows.

**Tilo Kraus:** Interessanterweise gibt es im Ausland bereits hinreichend Pläne für die öffentliche Hand. Wir haben uns alle einmal angeschaut. Da gibt es CalPERS, für die öffentlichen Angestellten in Kalifornien, CalSTRS, CPPIB oder OMERS, jeweils in Kanada, mit vielen ehemaligen Angestellten der öffentlichen Hand. Wir haben uns dabei deren Bilanzen angeschaut, insbesondere die Asset Allocation. Dabei ist aufgefallen, dass sie hohe Anteile an Private Markets halten. Die Quoten, wenn man Kredite als eine Art Private-Asset-Klasse definiert, liegen bei mindestens 50, 60 Prozent. Sie fahren interessanterweise auch hohe Liquiditätsquoten. Wir fanden dies vor dem Hintergrund unserer eigenen Investitionsstrategie, die ähnlich gelagert ist, spannend.

**Sven Schuster:** Ich glaube, dass viele Unterschiede auch aus der Mentalität resultieren. In den USA zucken die Leute nur mit den Schultern, wenn man ihnen sagt, dass ihre Pensionszahlungen gerade auf dem Kapitalmarkt erwirtschaftet werden. In Deutschland ist das anders. Schon allein die Vorstellung, dass die Bedienung der eigenen Rentenansprüche am Aktienmarkt erwirtschaftet wird, würde bei einigen Nervosität auslösen.

**Heiko Sturm:** Ich bin sehr gespannt, wie sich das Thema Pension Buy-out weiterentwickelt. Da spielen Reputation und Vertrauen eine entscheidende Rolle. Das ist schwer zu quantifizieren. Entscheidend wird auch sein, wie der Pensions-Sicherungs-Verein im Ernstfall reagiert, falls eine Rentnergesellschaft nicht ausreichend dotiert ist. In der Literatur wird auch die Frage diskutiert, ob die Rentnergesellschaft einem Versicherungsunternehmen gleichzusetzen und damit durch die BaFin aufsichtspflichtig ist. Wir sind mit unseren CTA- und Pensionsfondslösungen in den vergangenen Jahren sehr gut gefahren. Ich bin hier aber immer in der Nachhaftung. Viele unserer Kunden, vor allem im Mittelstand, haben ausreichend Liquidität, wollen den Aufwand bilanziell aber besser steuern. Das ist mit unserem Leistungsspektrum vollumfänglich möglich. Insofern gibt es nicht die eine richtige Lösung. Sie ist immer von der individuellen Ausgangssituation abhängig. Ich bin mal gespannt, wie es in dem Bereich weitergeht. ●

# Summary

## KEY FACTS

- Weniger als 50 Prozent der zugesagten deutschen Betriebsrenten haben dezidierte und abgegrenzte Finanzanlagen.
- Eines der größten Risiken für Cashflow-basierte Strategien ist das Reinvestitionsrisiko.
- Jede Anlagestrategie mit Derivaten muss einen angemessenen Sicherheitspuffer für Collateral berücksichtigen.
- Bei 100 Prozent Funding und 100 Prozent Zins-Hedge-Ratio sind in einer De-Risking-Strategie Corporates und langlaufende Bonds sinnvoll.

Der verbesserte Ausfinanzierungsgrad sowie die aktuell attraktiven Renditen von Zinsprodukten ermöglichen es nach Meinung von **Vivien Konrad** vielen Pensionsplänen, den Fokus nun von der Schließung der Finanzierungslücke auf die Sicherung des erreichten Niveaus zu verlagern. Das Interesse für Beratungsgespräche sowie die Anzahl der Ausschreibungen für LDI-Mandate sind stark gestiegen. Ein weiterer Trend: Seit dem vergangenen Jahr haben einige Pensionspläne ein ausreichendes Finanzierungsniveau erreicht, um CDI-Strategien umzusetzen, welche in Deutschland noch ein relativ neues Thema sind.

Per Ende 2022 ist das Funding-Level bei den DAX-40-Unternehmen mit rund 80 Prozent auf ein neues Rekordniveau angestiegen. Das ist vor allem durch den massiven Zinsanstieg 2022 induziert. Dies bedeutet ein deutlich besseres Bedeckungsniveau als in der Vergangenheit. Für **Oliver Postler** rücken in diesem Zusammenhang die Varianten des De-Risking und die intensivere Auseinandersetzung mit der Zerlegung potentieller Risiken verstärkt in den Fokus. Als Betreiber von Rentnergesellschaften bietet VEDRA Pensions Unternehmen eine De-Risking-Alternative über einen finalen Risikotransfer. **Tilo Kraus** kann sich bei VEDRA als HGB-Bilanzierer wesentlich mehr auf die nachhaltige Erzielung stabiler Cashflows zur Abdeckung der langfristigen Pensionszahlungen konzentrieren, so dass die kurzfristige Marktvolatilität eine wichtige, aber nachrangige Rolle spielt. Eine Rentnergesellschaft kann auch mit einem CTA verbunden werden, um so weiterhin eine Treuhandfunktion zu gewährleisten.

Unterdessen spielt das Thema Mitbestimmung bei einem CTA keine Rolle, da es sich nur um ein Finanzierungsvehikel und nicht um den Wechsel eines Durchführungsweges handelt. Das ist bei der Übertragung auf einen Pensionsfonds anders, meint **Heiko Sturm.** Hier ist die Mitbestimmung wichtig, auch wenn der Arbeitgeber in der Subsidiärhaftung verbleibt und bei Unterdeckung möglicherweise nachschießen muss.

Mit der zusätzlichen bAV sieht **Sven Schuster** eine gute Möglichkeit, sich auf dem Arbeitsmarkt zu positionieren. Es handelt sich dabei um eine reine Direktzusage oder auch Defined Benefit. Obwohl die Krankenkasse nicht ausfinanzieren müsste, tut sie es im Hinblick auf das große Thema staatliche Pensionslasten. ●