

Zum Stand der Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen

Finanzwirtschaftlich ist die betriebliche Altersvorsorge ein Lohn- und Gehaltssubstitut. Die Erteilung einer Zusage durch den Arbeitgeber führt trotz freiwilliger Begründung und langer Laufzeit zu einer „echten“ Schuld und nicht etwa zu einer „eigenkapitalähnlichen“ Finanzierung. Ein Teil des gesamten für die Mitarbeitervergütung in einem Jahr zur Verfügung stehenden Budgets wird vom Arbeitgeber einbehalten und erst nach Eintritt eines Versorgungsfalls, üblicherweise als Rente oder Einmalzahlung/Raten, ausbezahlt. Dies erfolgt sichtbar bei beitragsorientierten Plänen (defined contribution plan), gedanklich aber auch bei leistungsorientierten Plänen (defined benefit plan).

Geringes Interesse an Eigenvorsorge

Alternativ und ungeachtet der Risikoverteilung könnte der Arbeitnehmer auch selbst privat vorsorgen, wenn ihm das gesamte Gehaltsbudget ausgezahlt würde. Allerdings fühlten sich nur zirka ein Drittel (35 Prozent) der im Rahmen der von Towers Watson 2010 durchgeführten Global Workforce Study Befragten wohl damit, die Sicherstellung ihrer finanziellen Versorgung im Rentenalter selbst zu verantworten.

Unternehmen, die ihre Mitarbeiter über die betriebliche Altersvorsorge bei der finanziellen Absicherung in der Rentenphase unterstützen, liefern somit einen Mehrwert, der über den rein monetären Aspekt hinausgeht. Der hinzukommende demografische Wandel, der einen starken Rückgang des Erwerbstätigenpotenzials und einen höheren Anteil älterer Arbeitnehmer erwarten lässt, macht die betriebliche Altersvorsorge zu einem zentralen Element der Mitarbeitergewinnung und -bindung.

Bei näherer Betrachtung zeigt sich jedoch auch, dass es sich bei der betrieblichen Al-

tersvorsorge (bAV) um ein vergleichsweise komplexes Vergütungselement handelt. Der erhebliche Umfang von Pensionsverpflichtungen in den Unternehmensbilanzen, die damit behafteten „unternehmensfremden“ Risiken und die zum Teil komplexen Rechnungslegungsvorschriften können einen erheblichen Einfluss auf die Kreditwürdigkeit (Rating) und folglich auf den Unternehmenswert ausüben.⁴⁾

Aufgrund der mit Versorgungszusagen verbundenen Risiken ist seit einigen Jahren ein deutlicher Trend hin zur Ausfinanzierung (funding) von Pensionsverpflichtungen zu beobachten. Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, die Entwicklung und Bedeutung der Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen aufzuzeigen, auf den Stand der Ausfinanzierungstechnik einzugehen sowie die finanzwirtschaftlichen

Hintergründe und das Unternehmenswertsteigerungspotenzial von Ausfinanzierungen zu hinterfragen.

Entwicklung, aktuelle Bedeutung und Stand der Technik

Der Umfang der Pensionsverpflichtungen bei den Dax-Unternehmen ist 2010 stark von 223 Milliarden Euro auf 251 Milliarden Euro (Zuwachs: 13 Prozent) angestiegen. Zu diesem Ergebnis kommt eine aktuelle Geschäftsberichtsauswertung. Die zur Unterlegung der Pensionsverpflichtungen vorgehaltenen Planvermögen verzeichneten sogar einen leicht höheren Zuwachs von 145 Milliarden Euro auf 165 Milliarden Euro (Zuwachs: 14 Prozent). Der Deckungsgrad stieg damit leicht von 65 Prozent auf 66 Prozent. Lediglich unmittelbar vor der Wirtschafts- und Finanzkrise im Jahr 2007 wurde ein höherer Deckungsgrad von 71 Prozent erreicht.

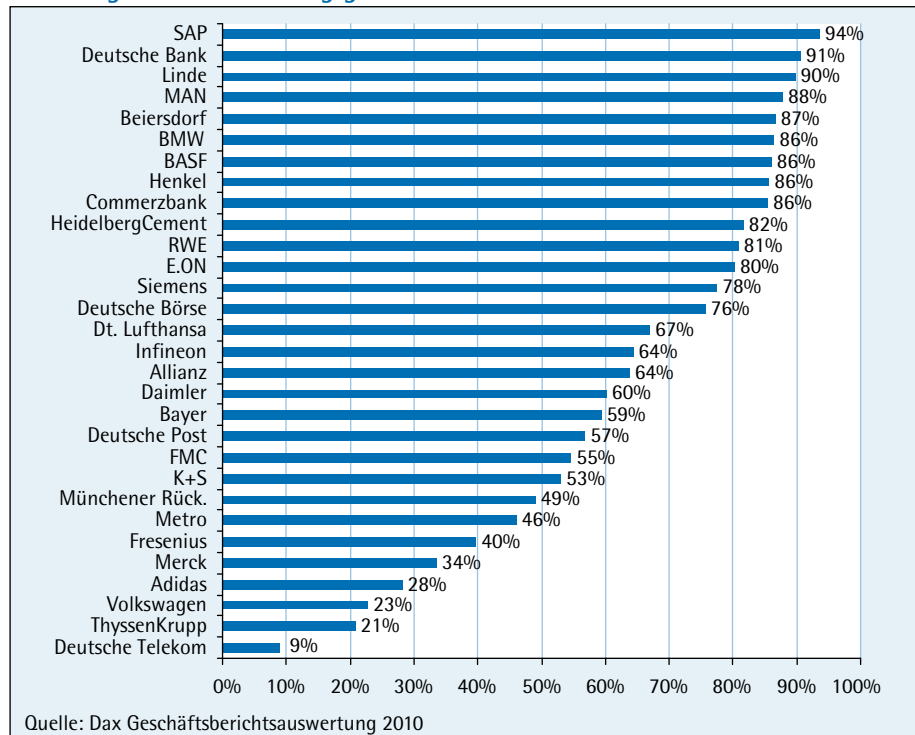
Trotz dieser Entwicklung besteht eine starke Heterogenität der Ausfinanzierungsgrade zwischen den Dax-Unternehmen. So lagen die Ausfinanzierungsgrade 2010 in einer beachtlichen Spanne zwischen 94 Prozent (SAP) und neun Prozent (Deutsche Telekom).

Die Höhe des Ausfinanzierungsgrads darf jedoch zu keinem vorschnellen Urteil über die finanzielle Solidität eines Unternehmens verleiten. Bei der Frage der Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen spielen – wie noch zu zeigen ist – eine Vielzahl unterschiedlicher Faktoren, wie Liquiditätsbestand, Kapitalmarktsituation, Anteilseignerstruktur, interne Investitionsprojekte, eine Rolle. Darüber hinaus erfordern die Bildung und die Verwaltung von Pensionsvermögen eine spezifische Governance-Struktur. So bilden die meisten Unternehmen ein Investment Committee, das den Vorstand des Funding Vehikels bei der

Dr. Thomas Jasper, Leiter Retirement Solutions, und Dr. Stephan Wildner, Leiter General Consulting, beide Towers Watson Deutschland GmbH, Wiesbaden

Angesichts der volatilen Entwicklung der Kapitalmärkte fällt es den Unternehmen immer schwerer, Versorgungszusagen einzuhalten beziehungsweise die damit verbundenen Risiken zu beherrschen. Seit Jahren registrieren die Autoren deshalb einen deutlichen Trend hin zur Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen. Sie zeigen die Entwicklung und Bedeutung dieses Funding auf, gehen auf den Stand der Ausfinanzierungstechnik ein und hinterfragen die finanzwirtschaftlichen Hintergründe und das Unternehmenswertsteigerungspotenzial von Ausfinanzierungen. Ihre Botschaft: Die Entscheidungen zur Bildung eines Pensionsvermögens sollten immer vor dem Hintergrund der konkreten Kapitalmarkt- und Unternehmenssituation gefällt werden. (Red.)

Abbildung 1: Ausfinanzierungsgrade der Dax-30-Unternehmen 2010



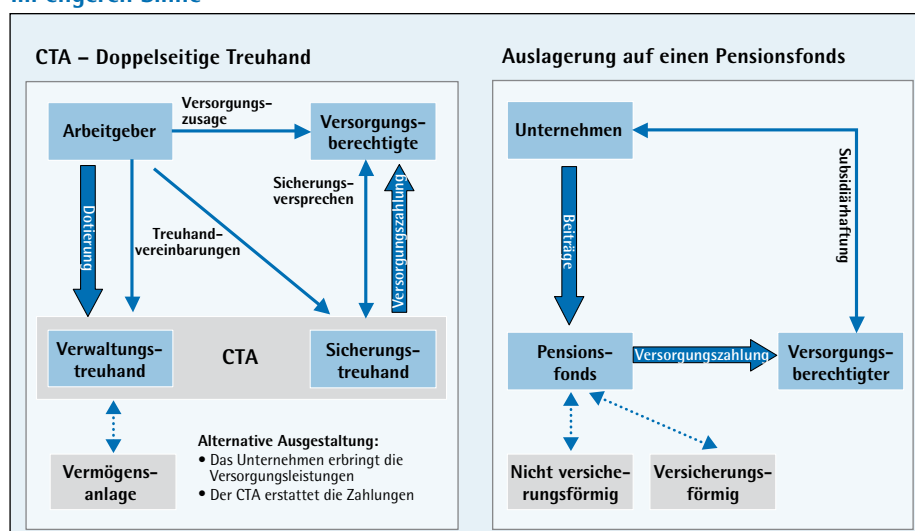
Festlegung der Anlagestrategie sowie bei der Auswahl und der Kontrolle von Kapitalanlegern unterstützt. Unter den zur Verfügung stehenden Funding Vehikeln sind gegenwärtig Contractual Trust Arrangement (CTA) und Pensionsfonds die Mittel der Wahl. Die typischen Strukturen der beiden Vehikel sind in Abbildung 2 aufgezeigt. Beim CTA handelt es sich um ein doppelseitiges Treuhandverhältnis, das ohne Zu-

sageänderung implementiert werden kann und steuerlich transparent ist. Da ein CTA aufsichtsrechtlich nicht reguliert ist, unterliegt es keiner Beschränkung der Anlageoptionen.

CTA und Pensionsfonds

Die Auslagerung auf einen Pensionsfonds stellt demgegenüber eine Änderung des

Abbildung 2: CTA und Pensionsfonds – Mittel der Wahl bei der Ausfinanzierung im engeren Sinne



Durchführungswegs dar. Diese kann – je nach Ausgestaltung der arbeitsrechtlichen Grundlage und insbesondere bei der Auslagerung des sogenannten Past Service aktiver Arbeitnehmer – zustimmungspflichtig sein. Bei Kapitalanlagen im Pensionsfonds sind die Anforderungen der Pensionsfonds-Kapitalanlagenverordnung zu beachten. Zudem kann die Dotierung des Pensionsfonds lohnsteuer- und sozialversicherungsrechtlich sein, wenn die gesetzlichen Grenzen überschritten werden. Ein wesentlicher finanzieller Vorteil des Pensionsfonds ist der gegenüber einer Direktzusage mit CTA 80 Prozent niedrigere Beitrag an den Pensionsversicherungsverein auf Gegenseitigkeit (PSVaG) für die Insolvenzversicherung.

Mittels einer Kombination von CTA und Pensionsfonds können die jeweils spezifischen Vorteile beider Vehikel kombiniert und die Nachteile vermieden werden.

Ausfinanzierung von Pensionsrückstellungen

Begriff und Formen der Ausfinanzierung: An Kapitalmärkten werden mitunter vor allem sogenannte ungedeckte (unfunded) Pensionsverpflichtungen negativ beurteilt. Dabei stellt sich jedoch die Frage, inwiefern es strukturell überhaupt ungedeckte Pensionsverpflichtungen geben kann.

Im deutschen Handelsrecht und in der internationalen Rechnungslegung sind für Zusagen auf betriebliche Altersversorgung Pensionsrückstellungen zu bilden. Mit Umsetzung des BilMoG können nun – unter Abkehr vom strikten Stichtagsprinzip – auch in der HGB-Bilanz zum Beispiel Inflations- und Karrieretrends antizipiert werden. Bewertet unter Einbeziehung eines durchschnittlichen langfristigen Marktzinssatzes kann somit auch in der deutschen Handelsbilanz nicht mehr von einer systematischen Unterbewertung der Verpflichtung gesprochen werden. Aufgrund der zwingenden Gleichheit der Bilanzsummen auf der Aktiv- und Passivseite muss den Pensionsverpflichtungen ein entsprechendes (gebundenes beziehungsweise liquides) Vermögen gegenüberstehen. Abgesehen von möglichen Bewertungsfehlern und vom Sonderfall eines negativen Eigenkapitals kann daher jede Pensionsverpflichtung als ausfinanziert im weiten Sinne gelten.

Grundsätzlich neutralisiert der mit der Bildung von Pensionsrückstellungen verbundene Aufwand Erträge und reduziert dadurch gewinnabhängige Auszahlungen. Die dadurch im Unternehmen gehaltene Liquidität kann zur Finanzierung betrieblicher Aktivitäten (Kapitalakkumulation) oder – sofern keine vorteilhaften Investitionen zur Verfügung stehen – zur Rückzahlung von Eigenkapital oder Schulden (Kapitalsubstitution) verwendet werden.

Anders als „normales“ Fremdkapital können Pensionsverpflichtungen später nur in engen Grenzen getilgt (abgefunden) werden. Als Tilgungersatz kommt daher eine Ausfinanzierung in Betracht. Im Zuge der Ausfinanzierung wird den Pensionsverpflichtungen ein Pensionsvermögen gewidmet. Von Interesse ist in diesem Zusammenhang insbesondere, ob

1. ein spezifisches Pensionsvermögen, das heißt ein auf die Pensionsverpflichtung abgestimmtes Pensionsvermögen, gebildet wurde und

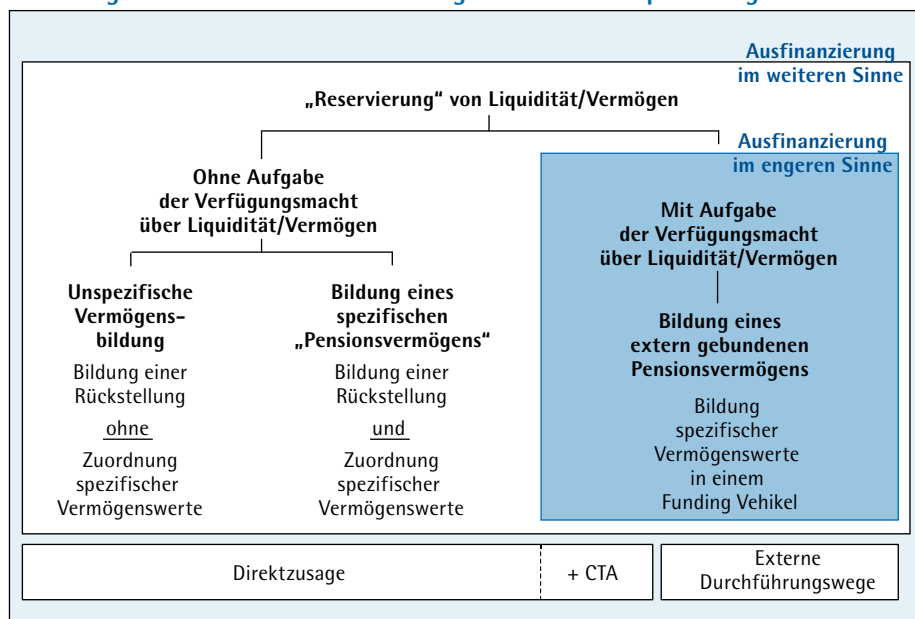
2. die Verfügungsmacht über das Vermögen durch Auslagerung auf einen externen Versorgungsträger (Funding Vehikel) aufgegeben wurde.

Drei Fälle für Ausfinanzierung

Hierauf basierend lassen sich im weiteren Sinne drei Ausfinanzierungsfälle unterscheiden: Im Ergebnis ist bereits ohne Auslagerung jede Pensionsverpflichtung, für die eine Rückstellung in ausreichender Höhe gebildet wurde, ausfinanziert. Jedoch werden Verpflichtungen, für die kein Vermögen extern gebunden wurde, häufig als ungedeckt (unfunded) bezeichnet. Auf die drei Formen der Ausfinanzierung soll näher eingegangen werden.

Unspezifische Vermögensbildung: Ohne die Bildung eines spezifischen, auf die Struktur der Pensionsverpflichtungen abgestimmten Pensionsvermögens ist die bAV vor allem internes Fremdfinanzierungsinstrument für die Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Als effizient ist dieser Finanzierungsweg dann zu werten, wenn die Renditeerwartung der Mitarbeiter zuzüglich des Beitrags an den Pensionsversicherungsverein geringer ausfallen als die Konditionen einer Anleihe- oder Kreditfinanzierung. Mehrere Gründe können dies bewirken:

Abbildung 3: Formen der Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen



– PSVaG-Beitrag niedriger als Credit-Spread: Aufgrund der PSV-Sicherung kann angenommen werden, dass die Renditeerwartung der Mitarbeiter der Rendite lang laufender Bundesanleihen entspricht. Die Innenfinanzierung aus bAV ist unter diesen Umständen dann vorzuziehen, wenn der Beitrag an den PSVaG unter den am Markt zu zahlenden Credit Spreads liegt. Dies war bei Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit in den vergangenen Jahren bereits für Unternehmen mit einem AA Rating durchgängig der Fall.

– Nettozinsvorteil durch vollständig nachgelagerte Besteuerung: Der Aufwand für die Bildung der Pensionsrückstellung kann beim bilanzierenden Arbeitgeber sofort steuerlich geltend gemacht werden. Unter der Annahme ausreichend vorhandener Erträge erhält der Arbeitgeber faktisch eine Steuererstattung. Die Zahlungen an den Mitarbeiter und die damit verbundenen Steuerabflüsse erfolgen jedoch erst in der Rentenphase. Der Fiskus gewährt somit einen zinslosen Steuerkredit vom Rückstellungszeitpunkt bis zum Rentenzufluss. Der aus der gewinnbringenden Anlage dieses zinslosen Steuerkredits resultierende Nettozinsvorteil und gegebenenfalls auch ein Steuersatzvorteil können zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer aufgeteilt werden. Ergänzend können auch nicht-monetäre Faktoren, wie eine unkomplizierte Sicherheitenstellung und die Vermeidung von Mitspracherechten exter-

ner Kapitalgeber für eine bAV-Finanzierung sprechen.

Bildung eines spezifischen Pensionsvermögens: Pensionsverpflichtungen verlieren mit der Spezifizierung des Pensionsvermögens ihre Finanzierungsfunktion für das Kerngeschäft. Angestrebt werden soll somit offenbar eine ökonomische „Tilgung“ der Pensionsschuld.

Für eine faktische Tilgung genügt es indes nicht, dass der Tilgungsbetrag zum Stichtag vorgehalten wird. Der eigentlich für die Tilgung vorgesehene Betrag muss vielmehr auf die Risiken aus der Pensionsverpflichtung abgestimmt investiert werden (liability driven investing, LDl). Die aus der Pensionsverpflichtung entstehenden Risiken werden auf diese Weise vermindert oder im Idealfall sogar beseitigt. Bei „Fälligkeit“ der Pensionsschuld, das heißt in der Leistungsphase, können die Rentenzahlungen aus den Cash-Flows des gebildeten Pensionsvermögens bedient werden. Eine externe Bindung des spezifischen Pensionsvermögens ist hierzu nicht notwendig. Die Wirkungen können grundsätzlich auch innerhalb der eigenen Bilanz erzielt werden.

Eine rechtliche Tilgung wird dadurch jedoch nicht erreicht. Zum einen behält der Arbeitgeber die Verfügungsmacht über das Pensionsvermögen und kann dieses zum Beispiel im Falle eines dringenden Liquidi-

tätsbedarfs anderweitig verwenden. Zum anderen haben im Insolvenzfall alle Gläubiger und nicht nur die Arbeitnehmer/Pensionäre ein Zugriffsrecht auf das spezifische Pensionsvermögen. In der Praxis ist daher eine externe Bindung des Planvermögens verbreitet.

Bildung eines extern gebundenen Pensionsvermögens: Bei einer Ausfinanzierung im engeren Sinne wird das Pensionsvermögen auf ein externes Finanzierungsvehikel ausgelagert. Der Arbeitgeber gibt die unmittelbare Verfügungsmacht über das (vergleichsweise liquide) Pensionsvermögen auf. Die Pensionsverpflichtung hat dann weder eine Finanzierungsfunktion für das Kerngeschäft noch dient das Pensionsvermögen als „Liquiditäts-/Sicherheitspuffer“. In Krisenzeiten kann sich durch die externe Mittelbindung deshalb das Insolvenzrisiko erhöhen, was aber letztlich für jede Kapitalrückzahlung der Fall ist.

Damit sind für eine faktische Tilgung der Pensionsverpflichtung zwei Faktoren von ausschlaggebender Bedeutung:

- Pensionsvermögen haftet im Insolvenzfall ausschließlich für die Ansprüche der Gläubiger der Pensionsverpflichtungen und
- Pensionsvermögen wird auf die Pensionsverpflichtung abgestimmt investiert (liability driven investing, LDI).

Der zweite genannte Punkt ist vor allem auch deshalb von hoher Bedeutung, weil der auslagernde Arbeitgeber im deutschen Rechtskreis jederzeit subsidiär für die Erfüllung der Verpflichtung einsteht. Ein Pensionsvermögen, das sich wertmäßig (nahezu) im Gleichlauf mit der Pensionsverpflichtung verändert, reduziert das Risiko aus der gesetzlichen Subsidiärhaftung.

Der durch die externe Bindung des Pensionsvermögens vollzogene weitere Schritt in Richtung einer Tilgung der Pensionsschuld kann in Bilanzen nach nationalen und internationalen Vorschriften durch Bilanzverkürzung berücksichtigt werden.

Unternehmenswertsteigerung durch Ausfinanzierung?

Unter der Grundannahme einer dem Shareholder-Value-Gedanken folgenden Unternehmensführung muss die Ausfinan-

zierung von Pensionsverpflichtungen im engeren Sinne durch Unternehmenswertsteigerungen gerechtfertigt werden. Zwei Ausfinanzierungsfälle können hier unterschieden werden:

1. Bindung vorhandener „Liquidität“: Die auf die Pensionsverpflichtungen abgestimmten oder abstimmbaren Finanzanlagen oder baren Mittel sind im Unternehmen bereits vorhanden. Diese werden nun in einem Funding Vehikel, zum Beispiel einem CTA oder Pensionsfonds, extern gebunden. Die Bilanz verkürzt sich, der Arbeitgeber steht jedoch auch weiterhin für die Erfüllung der Pensionsverpflichtung ein. Während sich die bilanzielle Kapitalstruktur somit verbessert, bleibt die ökonomische Kapitalstruktur unverändert.

2. Bindung neu beschaffter Liquidität: Das für das Hedging der Pensionsrisiken notwendige Pensionsvermögen ist nicht vorhanden und muss, zum Beispiel über eine Anleiheemission, in einem ersten Schritt zunächst beschafft werden. Im zweiten Schritt kann dann die externe Bindung erfolgen. In der Bilanz wird die Pensionsverpflichtung durch eine Finanzverbindlichkeit substituiert. Im Ergebnis bleibt die bilanzielle Kapitalstruktur hierdurch unverändert, während sich die ökonomische Kapitalstruktur – aufgrund der Subsidiärhaftung – verschlechtert.

Auf vollkommenen und vollständigen Kapitalmärkten ziehen reine Veränderungen der Kapitalstruktur, wie sie bei den beiden Ausfinanzierungsvarianten zu beobachten sind, nach Modigliani/Miller keine Veränderung des Unternehmenswerts nach sich. Da die Werte und Risiken von Vermögens- und Schuldpositionen annahmemaß korrekt eingeschätzt werden, kann sich auch die Substitution der vermeintlich „unsicheren“ Pensionsverpflichtung durch die vermeintlich „sichere“ Finanzverbindlichkeit nicht auf den Unternehmenswert auswirken. Die empirischen Befunde zur Kapitalmarkteffizienz sind jedoch ambivalent.

Die Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen im engeren Sinne kann den Unternehmenswert nur dann steigern, wenn Aktienkäufer

– ungewollten Pensionsrisiken, insbesondere Inflations-, Zinsänderungs- und Lang-

lebigkeitsrisiken – anders als die gewollten Geschäftsrisiken – im Aktienkurs schlichtweg nicht vergüten (unrewarded risks);

– mangels ausreichender Informationen Schwierigkeiten haben, die Werte und Risiken von Pensionsvermögen und Pensionsverpflichtungen richtig einzuschätzen (Intransparenz).

Die Bildung eines spezifischen, auf die Pensionsverpflichtung abgestimmten Pensionsvermögens kann dazu beitragen, die Pensionsrisiken zu reduzieren. Hierzu ist kein ausgelagertes Pensionsvermögen notwendig. Mittels der externen Bindung des Pensionsvermögens in einem speziellen Finanzierungsvehikel (Ausfinanzierung im engeren Sinne) lässt sich die vorgenommene Absicherung der Pensionsrisiken dann jedoch in der Bilanz durch Bilanzverkürzung für jeden Kapitalmarktakteur transparent machen.

Konkrete Kapitalmarkt- und Unternehmenssituation beachten

– Die bAV ist ein Vergütungselement, mithilfe dessen der Arbeitgeber die Arbeitnehmer bei der als schwierig empfundenen Aufgabe der Altersvorsorge unterstützt. Die bAV trägt damit zur Mitarbeitergewinnung und -bindung bei.

– Deutsche Unternehmen machen in erheblichem Umfang vom Gehaltssubstitut bAV Gebrauch. Allein bei Dax-Unternehmen beliefen sich die Pensionsverpflichtungen 2010 auf 250 Milliarden Euro und waren zu zwei Dritteln mit extern gebundenen Vermögenswerten unterlegt. Finanzierungsvehikel der Wahl waren zumeist CTAs und Pensionsfonds beziehungsweise die Kombination dieser beiden.

– Die externe Vermögensbindung in einem Funding Vehikel ist unterdessen nicht die einzige Form der Ausfinanzierung. Jede Pensionsverpflichtung, für die eine Rückstellung gebildet wurde, kann als ausfinanziert im weiteren Sinne angesehen werden.

– Ohne Unterlegung mit spezifischen Vermögenswerten dienen Pensionsverpflichtungen der Finanzierung der Geschäftstätigkeit des Arbeitgebers. Vorteilhaft kann der Mitarbeiterkredit insbesondere aufgrund einer vergleichsweise niedrigen Risikoprämie und des erzielbaren Nettozinsvorteils sein.

– Die Bildung eines spezifischen Pensionsvermögens dient ökonomisch der Tilgung der grundsätzlich nicht abfindbaren Pensionsverpflichtung. Mittels externer Bindung des Pensionsvermögens in einem Finanzierungsvehikel kann die „Tilgung“ sichtbar gemacht werden. Es kommt zur Bilanzverkürzung.

– Bei unvollkommenen Kapitalmärkten kann der Shareholder-Value mitunter sogar dadurch gesteigert werden, dass ein Pensionsvermögen durch Aufnahme einer Finanzverbindlichkeit gebildet wird.

– Eine ökonomische Risikoreduzierung wird durch die Bildung von Pensionsvermögen nur dann erreicht, wenn die Mittel abgestimmt auf die Verpflichtungen investiert werden und eine geeignete Governance-Struktur besteht.

Die Entscheidungen zur Bildung eines Pensionsvermögens und zur externen Bindung dieses Pensionsvermögens sind somit immer vor dem Hintergrund der konkreten Kapitalmarkt- und Unternehmenssituation zu fällen. Allgemeingültige Aussagen zur Vorteilhaftigkeit, insbesondere von Ausfinanzierungen im engeren Sinne, sind nicht möglich.

Die Autoren danken Dr. Uwe Demmler für seine Unterstützung und seine wertvollen Beiträge zu diesem Artikel.

Literaturhinweise

Bulow/Mørck/Summers, How Does the Market Value Unfunded Pension Liabilities?, in: Bodie/Shoven/Wise (Eds.), Issues in Pension Economics, National Bureau of Economic Research Project Report Series, 1987, Seiten 81 ff.

Cardinale, Technical paper, Corporate Pension Funding and Credit Spreads, June 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=892542.

Jin/Merton/Bodie, Do a firm's equity returns reflect the risk of its pension plan?, Journal of Financial Economics 81, 2006, Seiten 1 ff.

Neuhaus, Auslagerung betrieblicher Pensionszusagen bei den Dax-Unternehmen, BetrAV 7/2009, Seiten 600 ff.

Sigloch, Pensionsrückstellungen (Finanzwirtschaftliche Bedeutung), in: Handelsblatt, Wirtschafts-Lexikon, Band 8, 2006, Seiten 4247 ff.

Towers Watson, Analyse der Geschäftsberichte der Dax-Unternehmen, 11. Auflage, 2010.

Towers Watson, Studie „Pension-Risk-Management und Anlagestrategien multinationaler Konzerne“, 2010.

Unter www.towerswatson.de ist eine um ein umfangreiches Literaturverzeichnis erweiterte Fassung abrufbar.