

## Risikomanagement bei Contractual Trust Arrangements

Die Ausfinanzierung von Pensionsrückstellungen im Rahmen der internationalen Rechnungslegung (IFRS, US-GAAP) und die damit unter anderem auch verbundene Insolvenzsicherung der Pensionszusagen erfährt unter deutschen Unternehmen in den letzten Jahren zunehmende Akzeptanz.

### Ein Marktstandard

Nach rund zehn Jahren Erfahrung mit diesen Konzepten hat sich in der Gestaltung der Ausfinanzierung inzwischen ein Marktstandard ausgeprägt. Die Ausfinanzierung findet heute zumeist über die Gründung einer separaten, rechtlichen Einheit eines Pension Trusts – meist in Form eines eingetragenen Vereins – statt. Dieser Pension Trust muss eine institutionalisierte Distanz zum ausfinanzierenden Unternehmen aufweisen, um zum Beispiel nach IAS 19 als separiertes Pensionsvermögen anerkannt zu werden. Dies wiederum ermöglicht die Saldierung von Vermögen und Verpflichtung in der internationalen Bilanzierung nach IFRS beziehungsweise US-GAAP.

Zwischen ausfinanzierendem Unternehmen (Treugeber), dem Pension Trust e.V. (Treuhand) und den im Insolvenzfall begünstigten Arbeitnehmern und Pensionären entsteht ein doppelseitiges Treuhandverhältnis, dem der CTA (Contractual Trust Arrangement) seine angelsächsische Bezeichnung verdankt. Solche CTA-Gestaltungen weisen eine Reihe weiterer typischer Merkmale auf. Zum einen sind mit dieser Art der Ausfinanzierung regelmäßig keine Änderungen der arbeitsrechtlichen Zusagen und damit beispielsweise auch kein Wechsel des Durchführungsweges verbunden.

Zum anderen schlägt sich die Ausfinanzierung weder in der klassischen HGB- noch in der Steuerbilanz nieder, soweit man von

den inhaltlichen Verschiebungen von beispielsweise Liquidität in längerfristige Anlagen einmal absieht.

Diese sicherlich primär von Bilanzierungsfragen motivierte Gründung separierter Pensionsvehikel wirft allerdings im Vergleich zur früheren Innenfinanzierung der Pensionsverpflichtungen eine Reihe von konzeptionellen Fragen auf, die aus Sicht des ausfinanzierenden Unternehmens unter dem Schlagwort „ganzheitliches Risikomanagement“ subsumierbar sind. Dabei geht es zunächst nicht nur darum, nach

Gründung und Ausfinanzierung des CTA die festgelegte Anlagestrategie regelmäßig zu überprüfen, sondern bereits vor Start des CTA-Projektes die mit den Pensionsrückstellungen verbundenen Pensionsrisiken zu erkennen, zu bewerten und nachfolgend zu managen.

Den Pensionsrisiken ist dabei eine Eigenschaft zuzuschreiben, die in dieser Form nur wenige Bilanzpositionen beziehungsweise Unternehmensbereiche erreichen: eine erhöhte Komplexität. Dies verdeutlicht Abbildung 1.

### Pensionsrisiken erkennen

Pensionsrückstellungen können in der Bilanz zwischen Eigen- und Fremdkapital eingruppiert werden und stehen sowohl im Fokus der Treasury-Abteilung, der Bilanzbuchhaltung als auch im Fokus der Personalabteilung (HR) und der Arbeitnehmervertretung. Ein Funding wirkt unter anderem auf Anlage- und Umlaufvermögen und hat beispielsweise längerfristige Auswirkungen auf die Liquiditätslage. Hinzu kommt, dass bestimmte legale (Stichwort: KontraG) sowie regulatorische (Stichwort: Basel II) Anforderungen die Unternehmen in der Regel dazu veranlassen, sich über ein ganzheitliches Risikomanagement Gedanken zu machen. Dieses Risikomanagement sollte auch Risiken erfassen, die dem Kerngeschäft des Unternehmens wesensfremd sind.

Bereits vor dem Start des CTA-Projektes können bestehende Pensionszusagen dahingehend überprüft werden, ob die mit Ihnen verbundenen Pensionsrisiken dem Unternehmensinteresse dienen oder nicht mehr zeitgemäß sind.

Selbst wenn man von den bekannten und erwarteten Veränderungen in Bezug auf

*Michael Schütze, Direktor, Leiter Pension Solutions, Allianz Global Investors Advisory, Frankfurt am Main*

*In der Gestaltung der Ausfinanzierung von Pensionsrückstellungen hat sich inzwischen ein Marktstandard ausgeprägt. Nach Gründung und Ausfinanzierung des CTA geht es den ausfinanzierenden Unternehmen aus Sicht des Autors nicht nur darum, im Sinne eines ganzheitlichen Risikomanagements, die festgelegte Anlagestrategie regelmäßig zu überprüfen, sondern bereits vor Start des CTA-Projektes die mit den Pensionsrückstellungen verbundenen Pensionsrisiken zu erkennen, zu bewerten und nachfolgend zu managen. In jedem Falle empfiehlt er den Asset Managern den Blick auf die Risikomanagementsysteme der Kreditwirtschaft. In Analogie zur Value-at-Risk-Steuerung, so die Anregung, könnte es das Ziel eines operativen Risikomanagementinstruments im institutionellen Asset Management sein, die Überbeziehungsweise Unterdeckung von Pensions- und anderen Verpflichtungen im Vergleich zu einem Vermögensbestand eines CTA zu ermitteln, diese einem Stresstest zu unterziehen und damit eine Grundlage für gegebenenfalls nötige Anlageentscheidungen zur Verfügung zu stellen. (Red.)*

die sich verändernden biometrischen Risiken absieht, wie sie sich beispielsweise in Sterbetafeln niederschlagen, kommen auf viele Unternehmen in den kommenden Jahren erhöhte Liquiditätsbelastungen zu. Ein Großteil der heute und in Vergangenheit zugesagten Pensionsleistungen werden fällig, Rückstellungen müssen aufgelöst und Renten ausbezahlt werden.

Vor diesem Hintergrund ist vor die Frage der Ausfinanzierung jeweils die Frage der Adäquanz der gemachten Pensionszusagen zu stellen. Denn auch wenn die Ausfinanzierung den Barwert künftiger Verpflichtungen heute bereitstellt, bleibt zunächst die Frage, ob dieser Barwert den tatsächlichen Wert der Verpflichtungen zu decken in der Lage ist oder ob nicht ein Systemwechsel zu tendenziell eher beitragsorientierten Zusagen zumindest für Neuzusagen langfristig eher im Unternehmensinteresse ist.

### Bewertung der Risiken

Geht man davon aus, das der gesamte oder auch nur ein Teilbestand der bestehenden Pensionsrückstellungen ausfinanziert werden soll, stellt sich zunächst die Frage der Bewertung (Abbildung 2). Allein zwischen der nach § 6a EStG mit einem Rechnungszins von sechs Prozent bewerteten Pensionsrückstellung und der nach IFRS/FAS mit einem marktnäheren Rechnungszins be-

werteten Pensionsrückstellung tun sich zumindest auf Basis des aktuellen Zinsniveaus deutliche Unterschiede auf, zumal die IFRS-Berechnung auch künftige Veränderungen wie Gehaltstrends und Rentensteigerungen berücksichtigt.

Andere mögliche Wege der Ausfinanzierung von Pensionsrückstellungen wie der deutsche Pensionsfonds mit und ohne Feststellungsverfahren, auf die im Rahmen dieses Artikels nicht weiter eingegangen werden soll, weisen teilweise noch höhere Bewertungen auf. Neben der ganz zentralen Frage des „richtigen“ Rechnungszinses haben insbesondere die Bewertung von Biometrien (zum Beispiel Sterbetafeln) und anderer Faktoren, die in Zukunft auf die Bewertung wirken (zum Beispiel Gehaltstrends), einen maßgeblichen Einfluss auf die aktuelle Höhe der Pensionsverpflichtung. Schließlich sind die im Wesentlichen bilanziell getriebenen Bewertungen regelmäßig ein gutes Stück von einer ökonomischen Bewertung (Fair Value) der Verpflichtungen entfernt.

Sind die mit den eingegangenen Pensionsverpflichtungen verbundenen Risiken erkannt und bewertet, stellt sich unmittelbar die Frage, wie diese mittel- bis langfristig gesteuert werden sollen: eher mit Blick auf das langfristige Pensionsrisiko oder eher mit Schwerpunkt auf das kurzfristige Liquiditätsrisiko. Die Gestaltungsmöglichkei-

ten in diesem Handlungsstrang lassen sich simplifiziert – und wenn man von der oben angesprochenen, sicherlich zu prüfenden Umgestaltung der betrieblichen Pensionszusagen absieht – durch Abbildung 3 darstellen.

### Kurz- versus langfristige Risiken

In der historisch gesehen „klassischen“ Innenfinanzierung ist zwar die Liquiditätsbelastung vermeintlich am geringsten, das langfristige Pensionsrisiko aber sicherlich am höchsten, weil wie bereits angedeutet, ein wesentlicher Teil der klassischen Leistungszusagen deutscher Unternehmen in den nächsten Jahren kapitalisiert werden dürfte. Da ein Großteil der Arbeitnehmer mit Leistungszusage in Rente gehen wird, ist mit den entsprechenden Liquiditätswirkungen zu rechnen. Sowohl der Pensionsfonds mit Feststellungsverfahren als auch der CTA sind in der Lage, die Pensionsrisiken zu vermindern, nicht jedoch gegen null zu führen.

Insbesondere der CTA bewirkt schließlich keine Veränderung der arbeitsrechtlichen Zusage, hat keine beziehungsweise geringe Auswirkungen auf die Handels- und Steuerbilanz und finanziert nur den nach IFRS berechneten Barwert künftiger Verpflichtungen aus, aber eben nicht den Fair Value. Damit kann es in der Folge, insbesondere durch einen mangelnden Gleichlauf der

Abbildung 1: Verpflichtungen aus Pensionszusagen

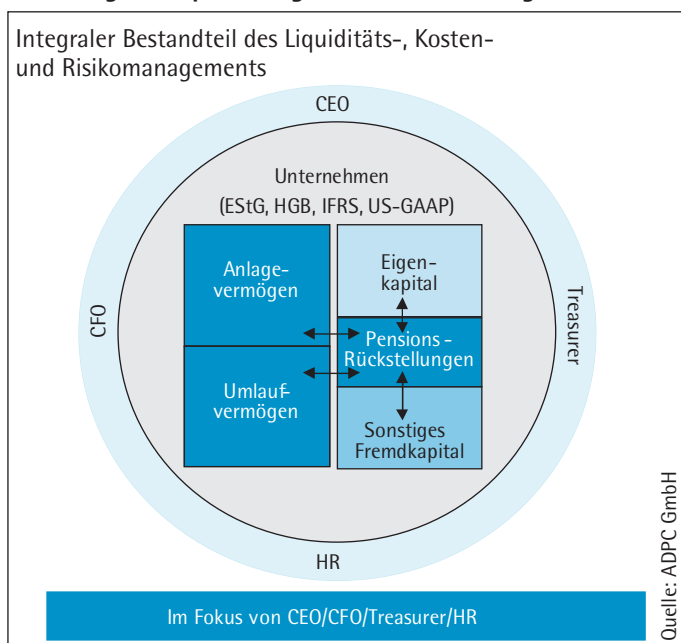
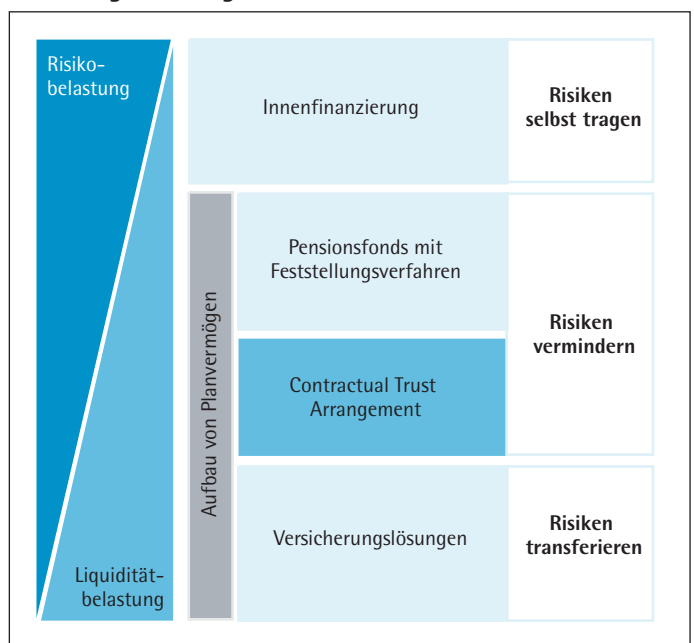


Abbildung 2: Management von Pensionsrisiken



Entwicklung von ausfinanzierten Assets und Liabilities, zu Unterdeckungen kommen, die ihre Wirkung entweder in Richtung Liquiditätsbelastung (Nachschuss) oder Bilanzaufwand entfalten können. Die Pensionsverpflichtung weist in ihrer Variabilität leider keine perfekte Korrelation zu Inflation und Zinsniveau auf, sondern ist einer Vielzahl weiterer Einflüsse unterworfen.

**CTA-Implementierung**

Diesen Folgen entgegenzuwirken, sollte bereits im Rahmen des Implementierungsprojektes Gegenstand strategischer Untersuchungen, beispielsweise im Rahmen einer Asset-Liability-Management (ALM)-Studie, und einer sinnvollen organisatorischen Gestaltung der Kapitalanlage sein. Während sich wesentliche Teile eines Ausfinanzierungsprojektes regelmäßig mit den rechtlichen Notwendigkeiten (Treuhandverträge), den gewünschten bilanziellen Effekten (Saldierung) und der Gründung und Organisation des spezifischen Pension Trusts (e.V.) befassen, ist es insbesondere die ALM-Studie, die unter Berücksichtigung sämtlicher unter IFRS als „plan asset“ qualifizierter Vermögensgegenstände eine geeignete langfristige Kapitalanlagestruktur (Strategic Asset Allocation) herausarbeiten muss.

Dabei sollten moderne ALM-Studien integriert modelliert sein. Insbesondere unter

IFRS führt eine Veränderung der Zinsstruktur nicht nur zu Veränderungen der Aktiva, sondern zumindest mittelfristig auch zu Veränderungen der Passiva.

Wie jedoch insbesondere die zu Anfang des Jahrzehnts zur Schwäche neigenden Kapitalmärkte, zu einem guten Teil aber auch nicht risikoadäquate Kapitalallokationen oder zu optimistische Ertragerwartungen gezeigt haben, ist das strikte Festhalten an einer einmal definierten Anlagestrategie nicht unbedingt in jedem Fall das richtige Mittel zur Vermeidung von Unterdeckungen und Nachschüssen. Die Berücksichtigung beziehungsweise die Prüfung der Eignung dynamischer Komponenten im Sinne eines operativen Asset-Liability-Managements sollten bereits in der ALM-Studie angelegt sein.

Gleiches gilt für die Organisation der Kapitalanlagen selbst. Nicht nur Klumpenrisiken sollten vermieden werden, sondern die Struktur der Kapitalanlagen sollte sich im Grundsatz inhaltlich den unter IFRS geforderten allgemeinen Anforderungen wie jederzeitiger Bewertbarkeit und Veräußerbarkeit anpassen können. Dies dient nicht nur zur Erreichung der Anerkennung als „plan asset“ unter IFRS, sondern hilft vor allem auch, um die in der Folge der Ausfinanzierung notwendigen Handlungsspielräume in Bezug auf die gegebenenfalls auch kurzfristige Veränderbarkeit der Kapitalanlage-

struktur sicherzustellen. Auf dem Weg von der Innenfinanzierung zur Ausfinanzierung via CTA entsteht ein neues Entscheidungsfeld im Management, denn eine eindeutige Zuordnung von Assets bedingt in der Folge eine erhöhte Aufmerksamkeit insbesondere der Treasury-Abteilung und des CFO.

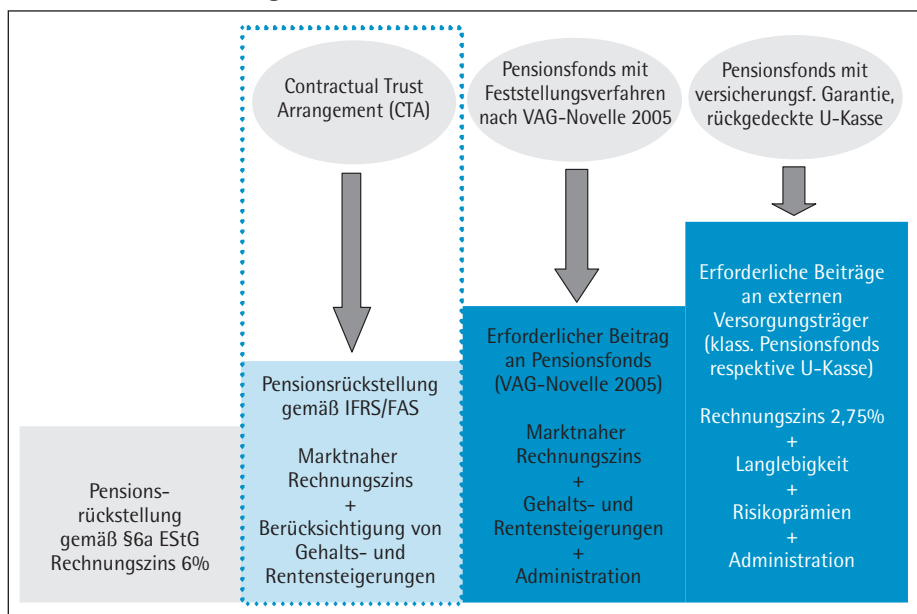
**Strategisches und Operatives Asset-Liability-Management eines CTA**

In der Folge der Implementierung eines CTA stellt sich die Frage, auf welche Art und Weise die mit der Ausfinanzierung via CTA für den Treugeber verbundene erhöhte Transparenz der Pensionsrisiken bewertbar und damit auch gestaltbar gemacht werden kann. Zum einen gehört sicherlich dazu, die einmal gewählte strategische Struktur in regelmäßigen Intervallen, zum Beispiel alle ein bis drei Jahre, im Rahmen einer weiteren ALM-Studie zu überprüfen. Mit Hilfe einer regelmäßigen Studie ist der Treugeber in der Lage, strategisches Risikomanagement zu betreiben und auf strukturelle Veränderungen im Verhältnis von Assets und Liabilities zu reagieren. Eine ALM-Studie ist jedoch nicht in der Lage, kurzfristige Risiken zu erfassen, die sich möglicherweise innerhalb eines Jahres ergeben können.

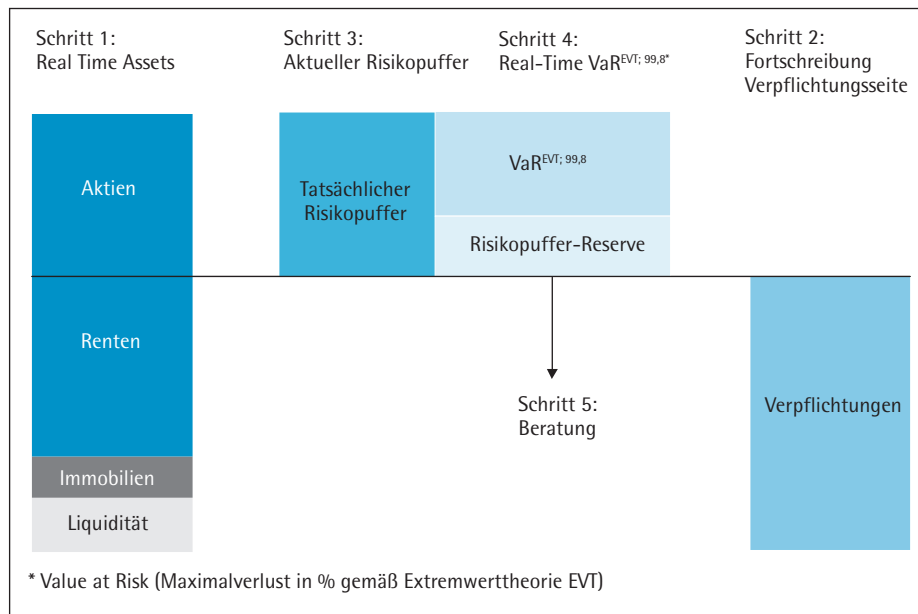
An dieser Stelle konnte ein professionell arbeitender Asset Manager von der Kreditwirtschaft lernen: Risikosteuerungssysteme, die kurzfristig orientiert sind, werden seit Anfang bis Mitte der neunziger Jahre von Kreditinstituten eingesetzt, um beispielsweise den Value-at-Risk einer Gesamtbank über einen Tag zu bestimmen und nachfolgend zu managen. Auf der Grundlage dieser Erfahrungen hat inzwischen auch in der Lebensversicherungsbranche ein systematischer Prozess eingesetzt, der aufgrund der erwarteten veränderten aufsichtsrechtlichen Anforderungen (Stichwort: Solvency II) auch in dieser Branche eine kürzerfristige Bewertung der Passiva sicherstellt.

In Analogie zu einer Value-at-Risk-Steuerung könnte also das Ziel eines operativen Risikomanagementinstruments im institutionellen Asset Management sein, die Über- beziehungsweise Unterdeckung von Pensions- und anderen Verpflichtungen (Liabilities) im Vergleich zu einem Vermögensbestand (Plan Assets) eines CTA zu ermitteln, diese einem Stresstest zu unterziehen und damit eine Grundlage für

**Abbildung 3: Liquiditätswirkungen der Ausfinanzierung von Pensionsrückstellungen**



**Abbildung 4: Operatives Asset-Liability-Management**



gegebenenfalls nötige Anlageentscheidungen zur Verfügung zu stellen. Wie Abbildung 4 verdeutlicht, würde ein solches Instrument folgende Schritte beinhalten:

- Schritt 1: Bewertung der Aktiva,
- Schritt 2: Bewertung (Schätzung) der Passiva,
- Schritt 3: Berechnung des tatsächlichen Risikopuffers (Surplus/Deficit),
- Schritt 4: Berechnung der Risikopuffer-Reserve mittels Stresstest,
- Schritt 5: Weitergabe der aktuellen Ergebnisse inklusive Anpassungsvorschlägen für Allokationsveränderungen bei drohender oder tatsächlicher Unterdeckung.

### Regelmäßige Aktualisierung des Verpflichtungsumfangs

Neben der zumindest für alle liquiden Anlageformen relativ einfach zu erstellenden Bewertung von Aktiva kommt dabei einer regelmäßigen, zum Beispiel monatlichen Aktualisierung des Verpflichtungsumfangs eine zentrale Bedeutung zu. Dies gilt natürlich auch in Abhängigkeit vom zugrunde liegenden Risikenbestand. Ein in sich stark diversifiziertes, großes Kollektiv wird unterjährig geringere Veränderungen aufweisen, als ein sehr junger Anwärter- oder ein sehr alter Rentnerbestand.

Dennoch verändert sich die Verpflichtungsstruktur unterjährig regelmäßig durch veränderte Zusagen, eine veränderte Restlaufzeit (Zuschreibung des Rechnungszinses) und Rentenzahlungen. Das heißt nicht, dass man monatlich ein aktuarielles Gutachten benötigt. Man muss nur konsequent die in aktuariellen Gutachten enthaltenen Informationen nutzen. Damit ist für den mit ALM-Modellen vertrauten Asset Manager zumindest eine gut fundierte Schätzung des sich unterjährig verändernden Verpflichtungsumfangs möglich.

Ein weiterer wichtiger Bestandteil eines solchen Risikosteuerungsmechanismus ist die sinnvolle Festlegung eines minimalen Deckungsgrades. Hier kann man sich bei 100-prozentiger Ausfinanzierung den IFRS-Korridor zunutze machen oder sich beispielsweise unternehmensindividuell an der erwarteten Liquiditätslage (maximaler Nachschuss p.a.) des Treugebers orientieren. Wesentlich hierbei ist, dass der bei 100-prozentiger Ausfinanzierung normalerweise nicht vorhandene Risikopuffer (Assets = Liabilities in  $t_0$ ) durch die Definition sinnvoller Deckungsgrade steuerbar gemacht wird, weil es schlichtweg nicht möglich ist, die sich üblicherweise aus der Veränderung der Verpflichtungen ergebenden Ertragerfordernisse mit dem risikofreien Zins zu erwirtschaften.

Das Kernelement einer solchen Risikosteuerung bildet ein Stresstest, der kurzfristige

Kapitalmarktrisiken abschätzt und beispielsweise via Extremwerttheorie (EVT) eine theoretisch gut fundierte Maximalverlustannahme pro Anlageform beziehungsweise -klasse liefert. Je nach Ergebnis zeigt sich das Portfolio als risikotragfähig (positiver Risikopuffer nach Stresstest) oder bedarf einer Reduktion der Anlagerisiken mittels Umschichtung, um wieder zu einem positiven Ergebnis zu gelangen.

### Managementinformationssystem

Eine solche Risikosteuerung erfolgt über ein Managementinformationssystem mit dem Ziel, die gewünschte Transparenz zu schaffen, indem Über- und Unterdeckungen vor und nach Stresstests jederzeit bestimmt werden können. Verkürzte Reaktionszeiten und die Möglichkeit, frühzeitig auf Veränderungen im Verhältnis von Assets zu Liabilities reagieren zu können, stellen gerade für das CTA-Management ein sinnvolles Hilfsmittel dar, um die zur Deckung der Pensionsverbindlichkeiten erforderlichen Zielrenditen besser erreichen zu können.