



Metzler Pension Management

Metzler Pension Management gehört zur ältesten deutschen Privatbank im ununterbrochenen Familienbesitz und bietet Dienstleistungen, die im Zusammenhang mit betrieblichen Versorgungskonzepten und Finanzierungsvehikeln stehen. Ob im direkten Dialog mit den Kunden oder im Backoffice – unsere Spezialisten begleiten den Kunden von der Entwicklung individueller Lösungen bis hin zu Umsetzung und sorgen auch danach noch für einen reibungslosen Ablauf. Metzler Pension Management deckt einen Großteil der Wertschöpfungskette betrieblicher Versorgungskonzepte ab und bietet jeweils die passenden überbetrieblichen Strukturen für die gewünschte Lösung.



INHALT

Der Pensionsfonds als effizientes Vehikel in der betrieblichen Altersversorgung	Seite 2
Einblicke in ein Pensionsfonds-Projekt	Seite 6
Mit dem Pensionsfonds erbschaftssteuerliche Belastungen vermeiden	Seite 10
Auslagerung von Pensionsverpflichtungen – Trends und Optionen	Seite 12
„Wir möchten die bAV-Landschaft mitgestalten“	Seite 13
Pensionsverpflichtungen und Unternehmenskennzahlen: Königsweg Auslagerung?	Seite 18
Die reine Beitragszusage – Herausforderung an die Organisationsstruktur	Seite 20
Liability-Driven Investment – Risikomanagement im Niedrigzinsumfeld	Seite 24
Moderne bAV-Konzepte – Gestaltungsmöglichkeiten in der beitragsorientierten Direktzusage	Seite 28
ESG-Integration – Von der Asset-Liability-Analyse zur Implementierung im Multi-Asset-Mandat	Seite 32

Auslagerung von Pensionsverpflichtungen

Der Pensionsfonds als effizientes Vehikel in der betrieblichen Altersversorgung

*Beitrag von Christian Remke und
Christian Pauly, Metzler Pensionsfonds AG*

Veröffentlicht im Portfolio Insight, Juli 2017

→ Immer mehr Unternehmen überarbeiten ihre betriebliche Altersversorgung (bAV). Die anhaltend niedrigen Zinsen führen dazu, dass die Pensionsrückstellungen in der Bilanz stetig steigen. Die Verpflichtungen in einen Pensionsfonds auszulagern ist zwar herausfordernd, bringt aber viele Vorteile und ist eine für Unternehmen und Versorgungsempfänger attraktive Lösung.

HGB-Zinsschmelze zwingt zu höheren Pensionsrückstellungen

Die anhaltend niedrigen Zinsen belasten die Vorsorgesysteme von Unternehmen zunehmend. Denn um ihre Pensionsverpflichtungen im Rahmen der bAV langfristig decken zu können, müssen Unternehmen mehr Vermögen für die künftigen Pensionslasten reservieren: Je niedriger der Rechnungszins für die Handelsbilanz (HGB), desto höher ist der Barwert der Pensionsverpflichtungen. Durch die niedrigen Zinsen sinkt auch der Ausfinanzierungsgrad der Planvermögen, also das Verhältnis von Pensionsverpflichtungen zu Finanzmitteln, die dafür zurückgestellt werden.

Bei den DAX-Konzernen, die nach internationaler Rechnungslegung (IFRS) bilanzieren, schlägt sich die Zinsentwicklung unmittelbar in den Bilanzen nieder. Der HGB-Rechnungszins ist dagegen eine Durchschnittsgröße, die aus den Renditen erstrangiger Unternehmensanleihen der vergangenen zehn Jahre ermittelt wird; entsprechend „schleichend“ ist also der Prozess zum Beispiel für kleinere und mittelständische Unternehmen, die nach deutschem Recht bilanzieren.

Für 2017 wird eine weitere Reduktion des HGB-Rechnungszinses erwartet (s. Abb. 1). Die Unternehmen sehen sich gezwungen, mehr Vermögen für künftige Belastungen in der Bilanz zu reservieren. Wenn die Rückstellungen als Fremdkapital eingestuft werden, können sie zudem aufgrund der Anforderungen von Basel II und Basel III die Kreditkonditionen des Unternehmens negativ beeinflussen. Für etwaige Lücken zwischen Pensionsvermögen und -verpflichtungen haften die Unternehmen letztlich mit ihrem Eigenkapital.

Unternehmen stellen ihre bAV auf eine neue Basis

Auch ohne diese Entwicklung erfordert die Bildung von Pensionsrückstellungen generell eine ausreichende Kapitaldeckung, die wiederum für Unternehmen ein ernstzunehmendes Rentabilitäts- und Liquiditätsrisiko sein kann. Die anhaltend niedrigen Zinsen zwingen die Unternehmen nun sehr nachdrücklich dazu, ihre bAV zu überarbeiten und die Finanzierungsstrategie an das Kapitalmarktumfeld anzupassen, da sonst das Risiko für eine nicht ausreichende Deckung in der Bilanz zu hoch wird. Für Unternehmen wird es deshalb immer attraktiver, die Pensionsverpflichtungen auszulagern und abseits der Bilanz abzubilden. Dadurch lässt sich

der Unternehmenswert steigern und die Attraktivität für potenzielle Investoren erhöhen. Die Verpflichtung aus der Subsidiärhaftung des Arbeitgebers bleibt allerdings von einem Wechsel des Durchführungsweges unberührt.

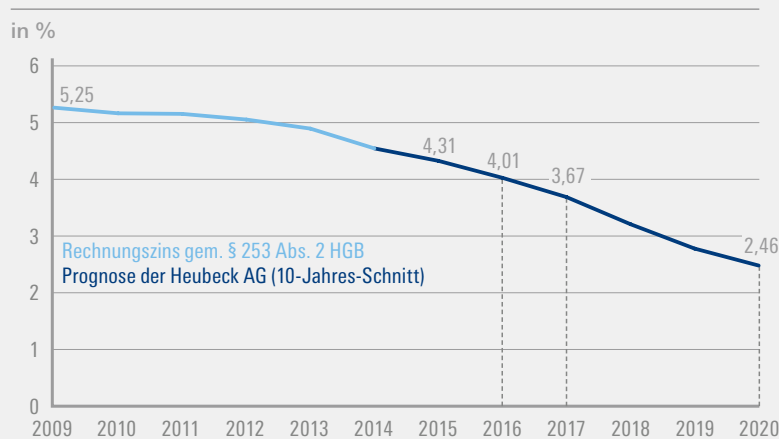
Mit einer Ausfinanzierung stellt sich für das Unternehmen nicht mehr jedes Jahr erneut die Frage, ob die Pensionsverpflichtungen ausreichend gedeckt sind. Die Verpflichtungen werden auf eine wirtschaftlich nachhaltige Basis gestellt, und das Unternehmen kann negative Auswirkungen auf das operative Geschäft begrenzen. Ziel ist es, die Auslagerung möglichst liquiditätsschonend auszuführen und dafür zu sorgen, dass das Kapital vollständig und langfristig gedeckt ist.

Wechsel in einen nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds lohnt sich

Bei einer Auslagerung bietet sich der nicht-versicherungsförmige Pensionsfonds an, eine kapitalunterlegte Vorsorgelösung. In Deutschland wurde der Pensionsfonds als fünfter Durchführungsweg 2001 eingeführt, der sich nahtlos in die bestehende bAV-Landschaft einfügt und zudem für Unternehmen neue und flexiblere Möglichkeiten der Auslagerung schafft. Im Zuge der HGB-Zinsschmelze rückt dieses Ausfinanzierungsinstrument nun mehr und mehr in den Fokus.

Wenn die Rückstellungen in einen Pensionsfonds ausgelagert werden, wirkt sich das auf die Beiträge aus, mit denen die Pensionsverpflichtungen finanziert werden müssen: Nicht der HGB-Rechnungszins wird als Maßstab genutzt, sondern der Einmalbeitrag, mit dem der jeweilige Pensionsfonds kalkuliert. Damit die HGB-Rückstellungen aufgelöst werden können, muss dieser Wert mindestens dem HGB-Erfüllungsbetrag entsprechen. Aufgrund der eigenen Berechnungsgrundlagen und größeren Freiheiten bei der Kapitalanlage sowie abhängig vom zu übernehmenden Kollektiv, dürfte der Rechnungszins für die Kapitalanlage bei einem nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds bei bis zu 3 % liegen. Da der HGB-Rechnungszins zukünftig deutlich niedriger sein dürfte, wäre der Finanzierungsbeitrag beim Pensionsfonds geringer als die zukünftigen HGB-Rückstellungen – damit würde sich der Wechsel zum Pensionsfonds zusätzlich lohnen.

Abb. 1: Für die nächsten Jahre ist mit einer deutlichen „HGB-Zinsschmelze“ zu rechnen



Quellen: Berechnungen Metzler, Heubeck AG

Stand: März 2017

Wüstenrot lagert ihre Pensionsverpflichtungen aus Metzler-Fonds übernimmt nach Gesetzesnovelle

Börsen-Zeitung, 16.5.2017
 igo Stuttgart – Die Bausparkasse Wüstenrot hat zum 30. April ihre Pensionsverpflichtungen auf die Pensionsfonds der Frankfurter Privatbank Metzler übertragen. Insgesamt handelt es sich um die Pensionsverpflichtungen von rund 5 000 Versorgungsberechtigten des Konzerns. Den beiden Unternehmen zufolge ist das die bislang größte Auslagerung von Pensionsverpflichtungen im Bausparkassensektor.

Ermöglicht wird die Auslagerung durch die Novellierung des Bausparkassengesetzes Ende 2015. Die Gesetzesänderungen sollen den Bausparkassen mit Blick auf das ertrags-senkende Niedrigzinsumfeld mehr finanziellen Spielraum, insbesondere bei der Refinanzierung, ermöglichen. Unter anderem ist es auf Basis des Gesetzes seit Januar 2017 erlaubt, verfügbare Mittel auch in Aktien anzulegen. Das gilt für bis zu 5% der Zuteilungsmasse. Zudem ermöglicht es das Gesetz den Bausparkassen, Vermögensgegenstände, die nur der Erfüllung von Altersvorsorgeverpflichtungen dienen, an Dritte zu übertragen, die dann unter bestimmten Voraussetzungen nicht den Anlagebeschränkungen einer Bausparkasse unterliegen. „Wir freuen uns, durch die gute Zusammenarbeit die

Möglichkeit des novellierten Bausparkassengesetzes schnell und konsequent umgesetzt zu haben“, sagte Wüstenrot-Vorstand Jürgen Steffan. Wüstenrot hat zum 8. Mai auch die ebenfalls erst seit der Novellierung zulässige Möglichkeit genutzt, einen Pfandbrief zu begeben (vgl. BZ vom 13. Mai).

Die Auslagerung der Pensionsverpflichtungen soll zu besseren Anlagemöglichkeiten führen und entlastet gleichzeitig die Handelsbilanz der Bausparkasse, die zum Finanzkonzern Wüstenrot & Württembergische (W&W) gehört. Die Niedrigzinsen belasten nicht nur das operative Geschäft der Bausparkasse. Der sinkende Rechnungszins sorgt auch für einen Anstieg der Belastungen aus dem Pensionsportfolio.

Für Metzler hat sich Wüstenrot nach eigenen Angaben aus Flexibilitätsgründen entschieden. Das Paket sei „genau auf unsere Bedürfnisse zugeschnitten“, so Steffan. Dazu zähle, dass die Auszahlung der Renten und Pensionen weiterhin bei W&W verbleiben könne, alle anderen Aufgaben aber von Metzler übernommen werden. Der Pensionsfonds verwaltet laut Metzler ein Deckungsvolumen von mehr als 1,1 Mrd. Euro für knapp 12 000 Versorgungsberechtigte aus 14 Trägerunternehmen.

Je nach Ausgestaltung erhöht die Auslagerung in einen Pensionsfonds die Flexibilität des Unternehmens deutlich. In der HGB- und Steuerbilanz entfällt dadurch die Bildung von Pensionsverpflichtungen – die Posten Planvermögen und Verpflichtungen werden dann nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS/US-GAAP) saldiert. Mit dem Wechsel in einen Pensionsfonds erhält der Arbeitnehmer einen zusätzlichen direkten Rechtsanspruch gegenüber dem externen Versorgungsträger Pensionsfonds. Das investierte Kapital lässt sich steuerfrei akkumulieren, was sich positiv auf die Kapitalanlage auswirkt. Zudem kann das Unternehmen bei einem nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds – entsprechend den individuellen Bedürfnissen – Einfluss auf die Kapitalanlage nehmen. Grundlage für die Kapitalanlage ist die Pensionsfonds-Aufsichtsverordnung (PFAV). Damit ist eine an den Versorgungsverpflichtungen orientierte langfristige Investition in globale Aktien und Renten möglich.

Der Metzler Pensionsfonds: Maximale Flexibilität

Beim nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds von Metzler spielen größtmögliche Flexibilität und transparente Vertragsstrukturen für unsere Kunden die zentrale Rolle. Bestehende Versorgungsordnungen lassen sich vollständig übernehmen, und die Beteiligten können auf ein gesondertes Genehmigungsverfahren beim Durchführungswechsel verzichten. Individuelle Anforderungen lassen sich mit einem modularen Aufbau berücksichtigen – zum Beispiel kann ein Unternehmen die Bestandsverwaltung im eigenen Personalbereich fortführen. Metzler legt besonderen Wert auf langfristige und vertrauensvolle Kundenbeziehungen, wobei der Fokus auf maßgeschneiderten Projekten liegt, die gemeinsam mit dem jeweiligen Kunden realisiert werden.

Wichtig bei der Kapitalunterlegung ist es, eine stetige Wertentwicklung oberhalb des Rechnungszinses zu erzielen und potenzielle Verluste in schwachen Märkten mit den passenden Vehikeln abzufedern. Die Rendite sollte deshalb losgelöst von der Kapitalmarktentwicklung sein, um das Nachschussrisiko des Unternehmens zu minimieren. Metzler empfiehlt hier ein strenges reglementiertes Risikomanagement. Eine ungesicherte Anlagestrategie könnte sonst die Deckungsmasse schmelzen lassen und damit den Vorteil höherer Renditen zunichtemachen.

Ausgewogene Mischung bei der Kapitalunterlegung

Die Kapitalunterlegung zielt darauf ab, eine stetige Rendite zu erwirtschaften sowie Liquiditäts- oder Nachschussrisiken in Schach zu halten. In der Asset-Allokation, die auf den Ergebnissen einer Asset-Liability-Studie beruht, werden zunehmend alternative Anlagemöglichkeiten berücksichtigt. Diese sind zwar nicht risikolos, aber auch nicht unmittelbar korreliert mit der Entwicklung der Kapitalmärkte. Daher ergänzen sie sinnvoll die klassischen Anlageklassen Aktien und Renten (Total Return). Für den Total-Return-Anteil innerhalb der strategischen Asset-Allokation setzen wir meist auf Wertsicherungsstrategien – zum Beispiel mit einer Wertuntergrenze* von 93 %.

* Es kann weder garantiert noch zugesichert oder gewährleistet werden, dass die Wertuntergrenze gehalten oder die Zielrendite erreicht wird.

Für die Kapitalunterlegung nutzen wir mehrere Komponenten und kombinieren die Ertragsquellen aus klassischen Anlageklassen und alternativen Risikoprämien. Die strategische Beimischung von alternativen Investments in einem klassisch orientierten Portfolio hat einige Vorteile: Damit ist das Portfolio weniger anfällig für Zinsänderungen oder Marktkorrekturen. Durch den Einsatz alternativer Risikoprämien und die Ausnutzung von Marktineffizienzen lassen sich neue Ertragsquellen erschließen. Zudem besteht langfristig eine sehr geringe Korrelation zu traditionellen Anlagen.

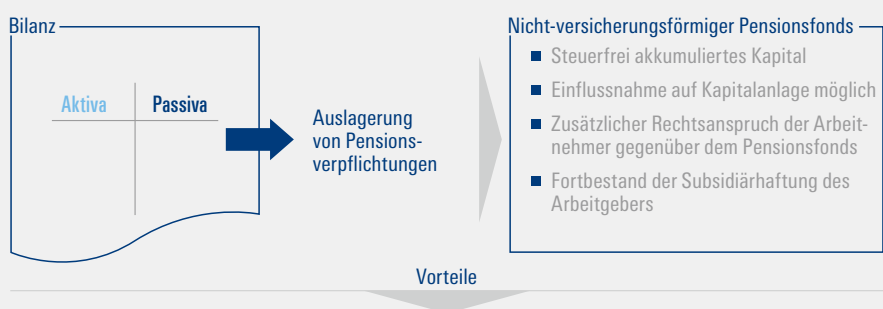
Bei der Anlage des Deckungsvermögens können wir mithilfe solcher Strategien die festgelegten Ziele – eine individuell abgestimmte Zielrendite und den Erhalt des Risikobudgets – gemeinsam mit den Trägerunternehmen erreichen. Mit einem nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds, der einer individuell abgestimmten Anlagestrategie folgt, schützt sich das Trägerunternehmen nicht nur vor sinkenden Durchschnittszinsen. Es erzielt damit auch langfristig deutliche Vorteile für seine Bilanz. ●

Metzler Pensionsfonds – Ziele der Kapitalanlagestruktur

- Hohe Stetigkeit beim Erreichen der Zielrendite* bei angemessenem Risiko
- Reduktion der Nachschusrisiken
- Breite Diversifikation über die Performancequellen
- Effizient und kostengünstig umgesetzte strategische Asset-Allokation (SAA)

* Es kann weder garantiert noch zugesichert oder gewährleistet werden, dass die Wertuntergrenze gehalten oder die Zielrendite erreicht wird.

Abb. 2: Vorteile der Auslagerung von Pensionsverpflichtungen in einen Pensionsfonds



- Verbesserung der Bilanzstruktur/Entlastung der Bilanz
- Zunahme von Unternehmenswert und Kreditwürdigkeit möglich aufgrund verbesserter Finanzkennzahlen
- Auslagerung betriebsfremder Risiken
- Systematische Finanzierung der Pensionsverpflichtungen
- Kein direkter Einfluss der Pensionszusagen auf operatives Geschäft
- Längerfristig Bildung von mehr Liquidität und höhere operative Flexibilität
- Mehr Transparenz und subjektiv empfundene größere Sicherheit für Versorgungsempfänger
- Entkopplung von HGB-Rechnungszins bei einer Ausfinanzierung über den Durchführungsweg Pensionsfonds möglich

Quelle: Metzler

Auslagerung von Pensionsverpflichtungen

Einblicke in ein Pensionsfonds-Projekt



- Die Wüstenrot Bausparkasse AG (Wüstenrot) hat im Zuge der Novellierung des Bausparkassengesetzes ihre Pensionsverpflichtungen an den nicht versicherungsförmigen Pensionsfonds des Bankhauses Metzler übertragen. Das Projekt markiert die bislang größte externe Auslagerung in der Bausparkassenbranche. Wesentliches Erfolgskriterium war die Auswahl der passenden Partner und Berater, die in effizienter Zusammenarbeit mit den entsprechenden Fachbereichen der Wüstenrot und auf Basis eines maßgeschneiderten Projektplans involviert waren. Wir beschreiben, welche typischen Prozesse zu durchlaufen sind, um ein derartiges Pensionsfonds-Projekt in einem angemessenen Zeitrahmen erfolgreich abschließen zu können.

*Beitrag von Tobias Ayerle, Wüstenrot Bausparkasse AG,
Jan Niebuhr, Heubeck AG
Christian Pauly, Metzler Pensionsfonds AG*

Veröffentlicht im Portfolio Insight, November 2017

Vieles spricht für eine Auslagerung von Pensionsverpflichtungen

Ob Verbesserung des Bilanzbildes, Trennung der betrieblichen Altersversorgung (bAV) vom operativen Geschäft, Sicherung der Altersversorgung oder Neugestaltung der Altersversorgungsleistungen für Mitarbeiter – meist gibt es mehrere Gründe, Pensionsverpflichtungen aus der Bilanz auszulagern (s. auch „Der Pensionsfonds als effizientes Vehikel in der betrieblichen Altersversorgung“, Portfolio Insight 2/2017). Die aktuelle und voraussichtlich andauernde Niedrigzinsphase führt zu einem Anstieg der handelsrechtlichen Pensionsrückstellungen und damit zu einer Belastung der Handelsbilanz und der Gewinn-und-Verlust-Rechnung (GuV). Neben weiteren Risikoaspekten, die sich aus direkten Pensionszusagen ergeben, kann daher die durch die Auslagerung entstehende Immunisierung gegen anhaltend niedrige HGB-Rechnungszinsen ein wesentlicher Auslöser sein.

Nach der internen Entscheidung, die Pensionsverpflichtungen auf einen nicht versicherungsförmigen Pensionsfonds auszulagern, beteiligte die Wüstenrot unmittelbar einen externen Berater und die Metzler Pensionsfonds AG an allen weiteren Projektphasen, um eine möglichst effiziente Projektplanung und eine reibungslose Klärung der vielfältigen fachlichen Fragen zu gewährleisten. Abbildung 1 auf Seite 18 zeigt einen typischen Projektfahrplan mit den übergeordneten Projektschritten.

Entscheidung für einen Pensionsfonds

Durch die Novellierung des Bausparkassengesetzes können die Bausparkassen seit 2016 ihre Kapitalanlage grundsätzlich stärker diversifizieren und flexibler gestalten, was letztendlich die Renditechancen erhöht. Darüber hinaus besteht nunmehr erstmals eine Regelung für ausgelagerte Pensionsverpflichtungen. Diese erweitert die Optionen der Kapitalanlage – über die grundsätzliche Regelung hinaus. Nach intensiver Prüfung der neuen Optionen hat Wüstenrot sich entschieden, ihre bestehenden Pensionsverpflichtungen auf einen nicht versicherungsförmigen Pensionsfonds auszulagern. Die wichtigsten Entscheidungskriterien hierfür waren die erweiterten Anlagemöglichkeiten, die Entlastung der GuV, eine spürbare Verkürzung der Bilanzsumme und die Befreiung von Pensionsnachschüssen für die nächsten Jahre.

Auswahl des Pensionsfonds-Partners

Die Auswahl des Pensionsfonds hat großen Einfluss auf den Projektverlauf und auf die Qualität der Zusammenarbeit. Insbesondere lassen sich zusätzliche Berechnungen durch den eigenen versicherungsmathematischen Gutachter vermeiden, weil die Spezialisten des Pensionsfonds sämtliche Berechnungen und Projektsimulationen zielgerichteter vornehmen können. Laut Tobias Ayerle, Projektverantwortlicher bei Wüstenrot, war es von Anfang an wichtig, dass der Partner sehr flexibel ist, offen für Ideen und für ein partnerschaftliches Mitgestalten von Wüstenrot.



Aus administrativer Sicht sollte bereits am Anfang eines solchen Projekts die Frage stehen, welche Arbeitsschritte und Prozesse das Unternehmen mit einzelnen Fachbereichen auch in Zukunft selbst übernehmen möchte und welche Bestandteile ausgelagert werden sollen. Wüstenrot legte beispielsweise bereits in den ersten Projektschritten fest, dass die eigene Personalabteilung weiterhin die Bestandsverwaltung, zum Beispiel die laufende Betreuung der Versorgungsberechtigten sowie die Leistungsberechnung und die Abrechnung der Renten, durchführen soll.

Um einen geeigneten Pensionsfonds-Partner zu finden, empfiehlt es sich daher, einen Kriterienkatalog festzulegen. Folgende Kriterien sollten bei einer Anbieterauswahl im Fokus stehen:

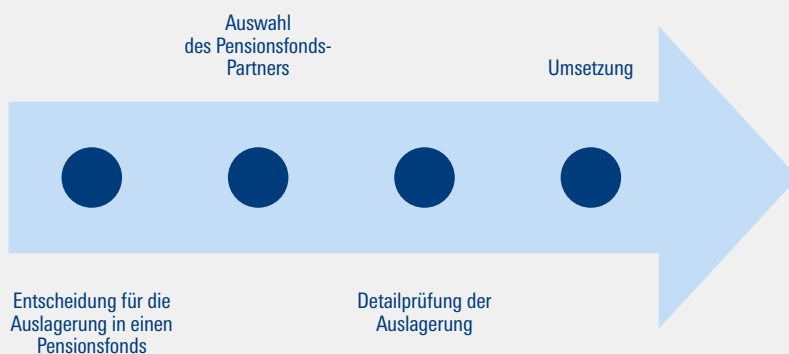
- Transaktionsvolumen und -erfahrung
- Flexibilität und langfristiges Denken
- Leistungsfähigkeit in Bezug auf Echtberechnungen und Projektionen – beispielsweise Auswirkung auf die GuV und Szenarien für Nachschussimulationen
- Faire Vertrags- und Gebührenstrukturen
- Hohe Flexibilität hinsichtlich der Einzelkomponenten der Auslagerung
- Glaubwürdigkeit und Persönlichkeit der Mitarbeiter, langfristige Partnerschaft.

Dass die Entscheidung letztendlich auf die Metzler Pensionsfonds AG fiel, lag laut Tobias Ayerle nicht nur daran, dass Metzler diese Auswahlkriterien erfüllte, sondern „auch an den persönlichen Gesprächen, die uns Projektverantwortlichen das sehr gute Gefühl gegeben haben, dass die Zusammenarbeit eng und langfristig ist und wir auch die Möglichkeit haben, uns aktiv einzubringen“.

Detailprüfung der Auslagerung

Um die Details der Auslagerung zu prüfen, begannen die Beteiligten von Wüstenrot, der externe Berater und Metzler mit den projekt- und zukunftsbezogenen Berechnungen. Jan Niebuhr, Berater des Projekts, nennt beispielhaft einige Fragen und Themen, die mit dem Wechsel des Durchführungs-

Abb. 1: Ablauf Pensionsfonds-Projekte



Quelle: Metzler



wegs und den oft sehr unterschiedlichen Rahmenbedingungen einhergehen (s. Abb. 2): „Muss im Zusammenhang mit arbeitsrechtlichen Fragen der Betriebsrat eingebunden werden, und wenn ja, wann? Wir prüfen in dieser Projektphase unter anderem die Effekte auf Liquidität und GuV sowie alle relevanten Komponenten des Arbeits-, Steuer- und Handelsrechts“. In der Detailprüfung ermittelte das Team des Metzler Pensionsfonds in Zusammenarbeit mit seinem verantwortlichen Aktuar Heubeck, anhand von versicherungsmathematischen Berechnungen und unter Verwendung von variablen Parametern und Kapitalmarktentwicklungen die Auswirkungen auf GuV, Bilanz und Vermögensteile in den Szenarien „mit“ und „ohne“ Pensionsfonds. Im Szenario „mit Pensionsfonds“ werden zudem etwaige Nachschussverpflichtungen unter den diversen Annahmen simuliert. Die Ergebnisse aus den Detailberechnungen und die Laufzeiten der Verpflichtungen flossen schließlich in eine Asset-Liability-Studie ein, mit der die optimale Kapitalunterlegung ermittelt wird.

Umsetzung

Aus den Analysen zum Wechsel des Durchführungswegs ergab sich folgender konkreter Handlungsbedarf:

- Da es sich bei der Auslagerung der unmittelbaren Versorgungsverpflichtungen der Wüstenrot auf einen nicht versicherungsförmigen Pensionsfonds um einen Wechsel des Durchführungswegs handelt, mussten die Betriebsvereinbarungen des Unternehmens einvernehmlich mit den Arbeitnehmervertretern angepasst werden.
- Um die Qualität aller zukünftigen Administrationsprozesse zu sichern, wurde für notwendige technische Anpassungen und für den Aufbau neuer Schnittstellen die IT-Abteilung der Wüstenrot eingebunden.
- Mit einer abgestimmten Kommunikation wurden die Versorgungsberechtigten durch die Wüstenrot Bausparkasse AG, die Wüstenrot & Württembergische AG (als Bestandsverwalter) und die Metzler Pensionsfonds AG gemeinsam informiert.

Abb. 2: Detailprüfung der Auslagerung – Themenfelder

Arbeitsrecht	Steuer- und Handelsrecht, Bankenaufsicht	Liquiditäts- und GuV-Effekte & Nachschussverpflichtung	Asset-Liability-Management-Studie
<ul style="list-style-type: none"> ■ Wechsel des Durchführungswegs ■ Einbindung des Betriebsrats 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Steuerwirkung der Auslagerung ■ HGB-Effekte ■ Auswirkungen auf Säule I und II nach Basel III 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Auswirkungen auf die Aufwandskomponenten unter Berücksichtigung einer Nachschussverpflichtung 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Optimierung der Kapitalanlage zur Steuerung des Portfolios anhand der Laufzeit der Verpflichtungen

Quelle: Metzler

Die Auslagerung bei Wüstenrot betrifft insgesamt rund 5.000 Versorgungsberechtigte. „Wir bei Metzler sind sehr stolz darauf, Teil der bislang größten externen Auslagerung von Pensionsverpflichtungen im Bausparkassensektor zu sein. Durch die enge Vernetzung und die effiziente Zusammenarbeit aller Parteien war das Projekt sehr erfolgreich, und wir blicken mit Zuversicht auf eine weiterhin gute Zusammenarbeit mit Wüstenrot“, so Christian Pauly von der Metzler Pensionsfonds AG. ●

Mit dem Pensionsfonds erbschaftsteuerliche Belastungen vermeiden



© stock.adobe.com/rctofostock

→ Für den familiengeführten Mittelstand wird es aufgrund der hohen bilanziellen Belastung immer attraktiver, bestehende Pensionsverpflichtungen auszulagern. Auch aus erbschaftsteuerlichen Gründen kann es lohnenswert sein, eine Ausfinanzierung in Betracht zu ziehen.

Mit einer Auslagerung lässt sich im Erbschaftsfall das steuerschädliche Verwaltungsvermögen erheblich reduzieren. Im Folgenden zeigen wir Handlungsoptionen, wie ein Unternehmen von den sogenannten Verschonungsregelungen Gebrauch machen kann.

Ausgangslage

Die auch in politischen Kreisen kontrovers diskutierte Reform des Erbschaftsteuerrechts ist schon seit einiger Zeit in Kraft. Die Anwendung der einzelnen Vorschriften, insbesondere der Verschonungsregelungen der §§ 13a ff ErbStG, wirft aber aufgrund der Komplexität der Regelungsinhalte und der Wirkmechanismen zunehmend Probleme im Detail auf.

Aufgrund der Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts laut Urteil vom 17. Dezember 2014 musste der Gesetzgeber trennscharf die Vermögensteile aussortieren, die nicht als verschonungswürdig angesehen werden können. Im Ergebnis sollen nunmehr alle Vermögensteile, die zum sogenannten Verwaltungsvermögen gehören, nicht mehr an der Verschonungsregelung partizipieren. Fraglich war daher insbesondere, wie in Treuhandvereinen (CTAs) gebundenes Deckungsvermögen nach § 246 Abs. 2 Satz 2 HGB im Rahmen der Erbschaftbesteuerung behandelt wird. Dieses Vermögen ist aufgrund der im Treuhandvertrag konstituierten Bindung zur Erfüllung betrieblicher Altersversorgungszusagen dem Zugriff

des erbschaftsteuerlichen Erwerbers entzogen und schließt eine Bereicherung bis zur Höhe der Schulden aus den Altersversorgungsverpflichtungen eigentlich aus.

Grundsätzliche Bewertung von Deckungsvermögen

Der Gesetzgeber hat die Frage der Berücksichtigung von Deckungsvermögen im Rahmen der Verschonungsregelungen nach langen Diskussionen in § 13b Abs. 3 ErbStG so beantwortet, dass Deckungsvermögen nur als Verwaltungsvermögen zu qualifizieren ist, wenn der gemeine Wert des Deckungsvermögens den gemeinen Wert der Schulden aus Altersversorgungsverbindlichkeiten übersteigt. Soweit bei der Gegenüberstellung also ein positiver Differenzbetrag entsteht, ist dieser als Verwaltungsvermögen zu qualifizieren. Ergibt sich dagegen ein negativer Differenzbetrag, das heißt übersteigen die Schulden aus Altersversorgungsverbindlichkeiten das Deckungsvermögen, liegt kein Verwaltungsvermögen im Sinne des § 13b Abs. 4 ErbStG mehr vor. Die übersteigenden Schulden aus Altersversorgungsverbindlichkeiten können im Rahmen des Finanzmitteltests nach § 13b Abs. 4 Nr. 5 ErbStG voll berücksichtigt werden oder als „überschießende Schulden“ im Rahmen des § 13b Abs. 6 Satz 2 ErbStG – dann aber nur noch quotal.

Wie die überschießenden Schulden aber berechnet werden, ist umstritten. Versteht man die Regelung des § 13b Abs. 3 Satz 1 ErbStG allein als positive Regelung für die Umwidmung von Verwaltungsvermögen in begünstigtes Vermögen im Sinne der Verschonungsregelungen, fehlt es an einer Regelung zur Berücksichtigung der korrespondierenden Schulden aus Altersversorgungsverpflichtungen bereits im Rahmen des § 13b ErbStG. Diese könnten dann nur noch

*Beitrag von Marcus Mische, Beiten Burkhardt und
Christian Pauly, Metzler Pensionsfonds AG*

Veröffentlicht im Portfolio Insight, März 2018

über § 13b Abs. 4 Nr. 5 ErbStG voll bzw. als „überschießende Schulden“ im Rahmen des § 13b Abs. 6 Satz 2 ErbStG berücksichtigt werden. Würde der Finanzmitteltopf im Sinne des § 13b Abs. 4 Nr. 5 ErbStG daher kleiner sein als die Schulden aus Altersversorgungsverpflichtungen, könnte diese Schuldposition über § 13b Abs. 6 ErbStG nicht vollständig berücksichtigt werden. Dies würde das begünstigte Vermögen erhöhen, was sich beim Abschmelzungsmodell bei Großerwerben zwischen 26 Mio. EUR und 90 Mio. EUR nachteilig auswirken kann. Damit könnte eine Zuordnung des Deckungsvermögens zum Verwaltungsvermögen im Einzelfall sogar erbschaftsteuerlich günstiger sein.

Pensionsfonds eliminiert erbschaftsteuerliche Bewertungsrisiken

Im Zusammenhang mit einer Vermögensnachfolge kommt als eine mögliche Alternativgestaltung für einen sicheren Umgang mit Deckungsvermögen, das über ein CTA vermittelt wird, in Betracht, den „Past Service“ der Altersversorgungsverpflichtungen oder auch einen Teil davon vor dem erbschaftsteuerlichen Übertragungstichtag auf einen nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds auszulagern. Denn die Auslagerung von Altersversorgungsverpflichtungen auf einen Pensionsfonds führt bilanziell dazu, dass die Schulden aus Altersversorgungsverpflichtungen, zum Beispiel in Form einer Pensionsrückstellung, aufgelöst werden können. Nach § 13b Abs. 3 ErbStG zu berücksichtigende Schulden aus Altersversorgungsverpflichtungen lassen sich so vor der Umsetzung der Vermögensnachfolge vermeiden. Die Finanzierung des im Rahmen der Auslagerung auf den nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds zu zahlenden Beitrags kann durch Entnahme von Deckungsvermögen erfolgen, da der Pensionsfonds in der Regel als gleichwertige Sicherung

zum CTA anzusehen ist. Bei der Bemessung des Pensionsfondsbeitrags kann auch die Überdotierung des Deckungsvermögens berücksichtigt werden. Bei der Entnahme von Deckungsvermögen aus dem CTA ist aber darauf zu achten, dass die Prämissen des dem CTA zugrundeliegenden Treuhandvertrages im Pensionsfonds erhalten bleiben müssen – insbesondere der Erhalt der Deckungsvermögensfähigkeit nach § 246 Abs. 2 Satz 2 HGB oder der Planvermögensfähigkeit nach IAS/IFRS 19.8 des entnommenen Treuhandvermögens. Negative ertragsteuerliche Aspekte auf Ebene des Unternehmens oder des versorgungsberechtigten Arbeitnehmers lassen sich bei richtiger Gestaltung der Auslagerung auf einen Pensionsfonds vermeiden.

Die Ausfinanzierung der Pensionsverpflichtungen auf einen nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds kann daher der bessere Weg sein, bestehende Bewertungsrisiken im Erbschaftsfall zu vermeiden. ●

Martin Thiesen verstärkt Metzler Pension Management

Martin Thiesen leitet seit Anfang des Jahres das Middle-Office der Metzler Pensionsfonds AG. Der Diplom-Mathematiker ist ausgewiesener Experte für Liability-Driven Investmentstrategien (LDI) und unterstützt das Pension Management bei der Strukturierung von verbindlichkeitsorientierten Anlagekonzepten für betriebliche Pensionszusagen. Er berät Kunden in der Analyse ihrer Verbindlichkeiten (insbesondere Diskontierungsmethoden und Rentendynamik) und Risikobudgetierung sowie bei der Ableitung einer strategischen Asset Allokation aus einer Asset-Liability-Studie und fungiert als Schnittstelle zwischen Strategieentwicklung und Umsetzung in den Metzler-Portfolios.

2007 bis 2017 war Thiesen in leitenden Funktionen im Investment- und Pensionmanagement bei der Deutschen Asset Management International GmbH (vormals DB Advisors) in Frankfurt am Main, zuletzt als Global Head of Liability-Driven Solutions.



Auslagerung von Pensionsverpflichtungen – Trends und Optionen

MARTIN THIESEN Vorstand Metzler Pensionsfonds AG, Frankfurt am Main

Das Risikomanagement von Pensionsverbindlichkeiten auf der Bilanz ist in jüngster Zeit immer öfter das Thema von Finanzvorständen und Treasurern. Zur Entlastung kann eine Ausfinanzierung dienen; häufiger ist aber inzwischen von einer Auslagerung der Verpflichtungen die Rede. Denn im Gegensatz zu anderen Staaten wie Großbritannien und den USA kann ein Unternehmen in Deutschland seine Verpflichtungen nicht einfach „verkaufen“, sondern ist aufgrund der Subsidiärhaftung am Ende doch wieder einstandspflichtig. Daher fokussieren sich Unternehmen aktuell auf Strukturen, die mindestens eine Bilanzverkürzung erreichen, unabhängig vom Bilanzierungsstandard, und mit denen die stetig steigenden Aufwände für die Pensionsrückstellung in der HGB-Gewinn- und -Verlustrechnung abgeschwächt werden können.

Nicht versicherungsförmige Pensionsfonds

Mittel der Wahl für die Auslagerung ist daher aktuell der nicht versicherungsförmige Pensionsfonds, der nach seinem 15-jährigen Jubiläum neuen

Schwung erfährt. Bei einer Auslagerung in einen Pensionsfonds verschwinden die Rückstellungsposition und die Kapitalanlage aus der HGB-Bilanz (unter IFRS erfolgt weiterhin eine Saldierung, da der Status „plan assets“ unberührt bleibt).

Mit der Verkürzung der HGB-Bilanz verschwinden auch die potenziell negativen GuV-Effekte insbesondere durch immer weiter fallende Bewertungszinsen unter HGB. Gleichzeitig ist die den Verbindlichkeiten gegenüberstehende Kapitalanlage unter HGB gegen einen Zinsanstieg und den damit einhergehenden Marktwertverlust „immunisiert“. Und schließlich kann das Kapital steuerfrei akkumuliert und die Beiträge zum Pensionssicherungsverein (PSV) auf 20 % reduziert werden.

Pensionstreuhand

Diese Vorteile bietet eine Treuhandlösung (Contractual Trust Arrangement, CTA) nicht. Ein CTA ist allerdings, im Gegensatz zum Pensionsfonds, frei in der Anlage des Kapitals und stellt keine Anforderung an eine Mindestausfinanzierung. Der Nachteil des Pensionsfonds

besteht in der Nachschusspflicht des Trägerunternehmens bei Unterschreitung der Mindestdeckungsrückstellung (Rückstellung des Rentnerkollektivs ohne Rentenanpassungen), die aufsichtsrechtlich vorgeschrieben ist.

Kombination beider Auslagerungsmöglichkeiten
Besonders elegant ist die Kombination der beiden Auslagerungsmöglichkeiten CTA und nicht versicherungsförmiger Pensionsfonds.

- ▶ Erstens können nahezu alle verdienten Anwartschaften – die der aktiven Mitarbeiter und die unverfallbaren Anwartschaften ausgeschiedener Mitarbeiter – zusammen mit den Rentnern ausgelagert werden.
- ▶ Zweitens ergibt sich aus der Kombination des nicht versicherungsförmigen Pensionsfonds mit dem CTA zur weiteren Ausfinanzierung der zukünftigen Anwartschaften ein System von kommunizierenden Röhren, das die Anforderungen bei einer Nachschusspflicht im Pensionsfonds bedienen kann, ohne dass der operative Zahlungsstrom des Unternehmens belastet wird.
- ▶ Und drittens können Überdotierungen im Pensionsfonds in das CTA überführt werden. Die Kombination ist somit ausgesprochen effizient für das Management von Pensionsverbindlichkeiten und bietet dem auslagernden Unternehmen ausreichend Flexibilität.

»Besonders elegant ist die Kombination von CTA und nicht versicherungsförmigem Pensionsfonds.«



„Wir möchten die bAV-Landschaft mitgestalten“

Als Spezialist für betriebliche Altersversorgung (bAV) bietet Metzler Pension Management Dienstleistungen im Zusammenhang mit betrieblichen Versorgungskonzepten und Finanzierungsvehikeln – inklusive der Beratung im Zusammenhang mit Asset-Liability-Studien und der Strukturierung strategischer Asset-Allokationen. Nach fast 20 Jahren Geschäftstätigkeit unter dem Dach der Metzler Asset Management GmbH wurde im April 2018 die Metzler Pension Management GmbH gegründet. Über das Profil der Gesellschaft und die Pläne berichten im Interview zwei der Geschäftsführer der GmbH, Christian Remke und Martin Thiesen.

Portfolio Insight: Vor fast 20 Jahren wurde Metzler Pension Management als Teil des Metzler Asset Managements ins Leben gerufen, jetzt haben Sie eine eigenständige Gesellschaft gegründet. Was war dafür ausschlaggebend?

Remke: Das Profil weiter zu schärfen ist natürlich einer der Gründe. Wir möchten die Erfolge der letzten 20 Jahre weiter ausbauen und auch Dienstleistungen konzeptioneller Art anbieten. Ohne den passenden rechtlichen Rahmen waren uns bisher zum Teil die Hände gebunden; gesellschafts- und aufsichtsrechtlich haben wir jetzt ganz andere Möglichkeiten. Wir wollen uns dem Thema noch stärker widmen und in die Zukunft investieren. Das Dienstleistungsspektrum können wir erheblich erweitern – insbesondere bei der Beratung und beim Kapitalanlage-management.

Thiesen: Es ist ein sehr deutliches Zeichen, dass Metzler die wichtige Rolle der betrieblichen Altersversorgung am Markt erkannt hat. Das spiegeln wir auch in unseren Organisationsstrukturen wider. Wir haben uns für neue Beratungsleistungen geöffnet, für andere Produkte, andere Managementstile. Mit der eigenen Einheit können wir den Markt noch besser von unseren Leistungen überzeugen.



© stock.adobe.com/Tomasz Zajda

Hat die Gründung auch Auswirkungen auf Ihre Wettbewerbsfähigkeit?

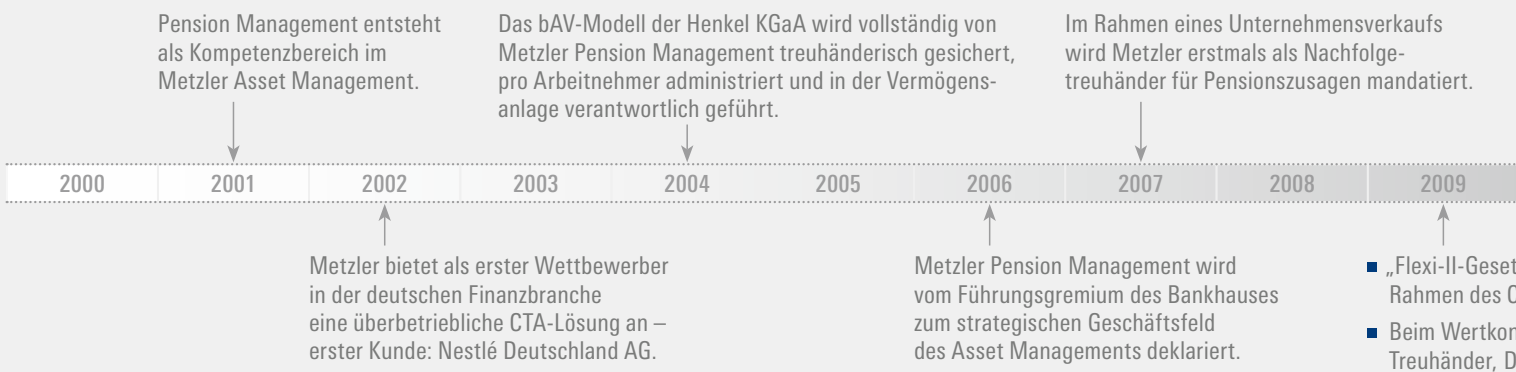
Thiesen: Auf jeden Fall, wir sind deutlich wettbewerbsfähiger. Das merken wir auch an der Resonanz. Aber wir sehen das nicht nur am Feedback unserer Kunden. Auch die großen Anbieter nehmen uns immer häufiger als ernstzunehmenden Wettbewerber wahr. Das ist natürlich ein riesiger Schritt für uns in der kurzen Zeit.

Wie möchten Sie denn wahrgenommen werden?

Thiesen: So wie wir sind: familiärer als andere Marktteilnehmer; wir müssen uns nicht verbiegen, können zu unseren Werten stehen und uns damit behaupten. Unabhängigkeit ist hier ein ganz großes Thema. Außerdem zeichnen wir uns durch hohe

Flexibilität, Tradition und flache Hierarchien aus. Dadurch haben wir eine sehr agile Organisationsstruktur, was auch unsere Kunden merken. Sie spiegeln uns oft, dass wir vertraglich und inhaltlich sehr flexibel sind.

Renke: Wir freuen uns natürlich auch immer, von Kunden zu hören, dass das, was wir uns jahrelang aufgebaut haben, positiv am Markt ankommt. Unsere Kunden verbinden uns mit Kompetenz, Kontinuität und Serviceorientierung. Allem voran stehen die individuelle Beratung und unsere Innovationskraft.



Das Sozialpartnermodell

Das Sozialpartnermodell ist das Herzstück des Gesetzes zur Stärkung der betrieblichen Altersversorgung (Betriebsrentenstärkungsgesetz) – eine Tariffrente ohne Garantie. Neu ist die reine Beitragszusage zur betrieblichen Altersversorgung (bAV). Die Idee ist, kleinere und mittelgroße Unternehmen zur Einführung einer betrieblichen Altersversorgung zu bewegen, die sich eventuell noch gar nicht mit dem Thema befasst haben, weil ihnen das mit Garantien zusammenhängende Risiko zu hoch ist. Im Sozialpartnermodell ist der Arbeitgeber komplett enthaftet.

Die Beitragszusagen werden zwischen den Tarifparteien ausgehandelt. Sie vereinbaren eine verbindliche kapitalgedeckte Altersversorgung über eine externe Versorgungseinrichtung.

Der Metzler Sozialpartner Pensionsfonds

Die Tarifparteien treffen die Regelung über einen Tarifvertrag, und der Anbieter – wie Metzler – setzt die Anforderungen aus dem Vertrag über den Pensionsplan um. Um sicherzustellen, dass die Bedingungen beider Tarifparteien umsetzbar sind, ist es sinnvoll, als Versorgungsträger bereits zu Beginn der Verhandlungen beratend tätig zu sein.

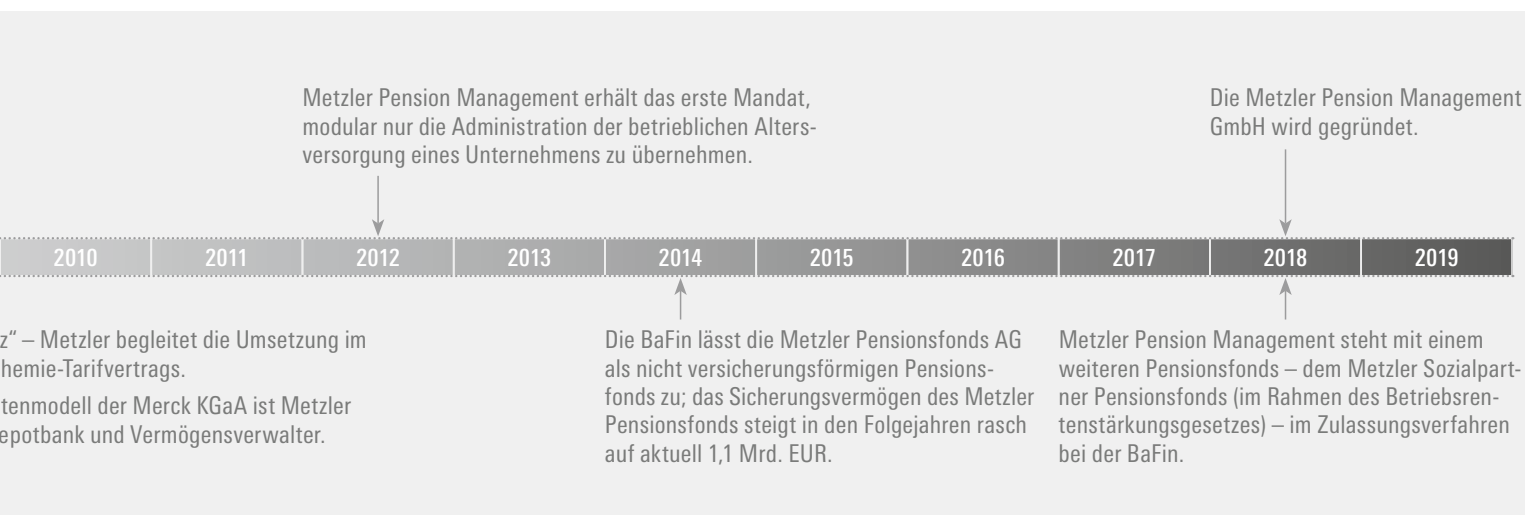
In der reinen Beitragszusage ist für jeden Arbeitnehmer eine kapitalgedeckte, kapitalmarktorientierte, langfristige Vermögensanlage zu günstigen Konditionen vorgesehen, die von einem dritten Versorgungsträger, wie dem Metzler Sozialpartner Pensionsfonds, gemanagt und von den Sozialpartnern begleitet wird. Für den Arbeitgeber ist dies eine Möglichkeit, seinen Arbeitnehmern eine kostenorientierte Zusage zu machen – ohne Verwaltungsaufwand und ohne Bilanzrisiko.

Können Sie Beispiele für Innovationen nennen?

Remke: Der Gutschriftenplan, sozusagen ein Bruttosparkonzept für Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge, was es in der Form kein weiteres Mal am Markt gibt. Und ganz aktuell auch unsere Lösung hinsichtlich des Sozialpartnermodells, der Sozialpartner Pensionsfonds, womit wir als erster am Markt in dieser Form auf das Betriebsrentenstärkungsgesetz reagiert haben.

Was waren seit 2002 die wichtigsten Meilensteine von Metzler Pension Management, deretwegen Sie jetzt an diesem Punkt stehen?

Remke: Wir sind oft in eine neue Richtung gegangen, die hinsichtlich unserer Strategie und Weiterentwicklung zukunftsweisend war. Mit der Gründung des ersten überbetrieblichen CTAs im Finanzbereich haben wir 2002 einen Meilenstein gesetzt. Damit wurde ein ganz neues Geschäftsfeld, die Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen, mit einer



treuhänderischen Tätigkeit seitens Metzler in Angriff genommen. Dann springe ich direkt ins Jahr 2014, denn die Gründung des ersten Metzler Pensionsfonds ist ein Punkt in unserer Historie, der einen wesentlichen Beitrag zu unserem Erfolg geleistet hat. Ein weiterer Meilenstein ist aktuell die Zulassung des zweiten Pensionsfonds, des Metzler Sozialpartner Pensionsfonds (s. Kasten auf S. 15) – ein ganz klares Statement für die Zukunft: Wir glauben an die reine Beitragszusage.

Das Sozialpartnermodell stößt ja nicht nur auf Zustimmung ...

Remke: Es gibt Arbeitsrechtler, die noch Anpassungsbedarf sehen und mit rechtlichen Auseinandersetzungen rechnen. Andere kritische Stimmen sind dahingehend zu hören, dass Arbeitnehmer und Gewerkschaften die reine Beitragszusage als ein nicht vorteilhaftes Modell beurteilen. Andere Äußerungen beziehen sich darauf, dass die Umsetzung zu kostenintensiv und dann am Ende kein lohnendes Geschäft für die Anbieter sei – dann wäre das Modell ein „Rohrkrepierer“. Den letzten Kritikpunkt müssen wir aufnehmen, indem wir als Anbieter Kostentransparenz schaffen. Digitalisierung ist hier das wichtige Schlagwort. Wir müssen im Zusammenhang mit dem Sozialpartnermodell im Rahmen eines Tarifvertrags möglicherweise viele Unternehmen an uns binden, das geht nur digital. Und das wiederum setzt Investitionen voraus.

Die Anforderungen an Digitalisierung sind immens. Für andere Anbieter ein Grund, sich zusammenzuschließen. Wie stemmen Sie das Thema?

Thiesen: Wir werden das Thema Digitalisierung nicht selbst stemmen können, hier haben wir einen wichtigen strategischen Partner in der Be-

standsverwaltung – die Innogy SE. Innogy hat eine vergleichbare bAV-Kompetenz wie wir, das bringt die Kooperation auf Augenhöhe.

Remke: Ein Beispiel macht die Notwendigkeit einer digitalen Lösung noch deutlicher: Wir nehmen an, dass in der Logistikbranche ein Tarifvertrag geschlossen wird, der dann alle rund 15.000 Speditionsunternehmen und über 500.000 Mitarbeiter in Deutschland betrifft. Jetzt geht es darum, diese Unternehmen nach einem Tarifabschluss einzubinden. Über einen Vertrieb ist das nicht umzusetzen, nur webbasiert. Es geht dann um eine Anbindung, mit der sich die Unternehmen und Mitarbeiter sehr schnell informieren können, eventuell auch über eine App, und mit der sich ein Austausch von Daten sicherstellen lässt.

Wie sieht die zukünftige bAV-Landschaft aus, und wo sehen Sie Metzler Pension Management dann am Markt?

Remke: Die bAV-Landschaft wirkt mit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz für mich relativ vollständig. Wir haben einen hohen Komplexitätsgrad erreicht, den es eher zu verringern gilt. Meines Erachtens bietet die bAV-Landschaft heute sehr viele Möglichkeiten. Es wird einige Trends geben, beispielsweise werden das Risikomanagement und die Risikoreduktion zukünftig eine noch größere Rolle spielen. Was für neue Modelle unbedingt gilt, ist der Trend zur kapitalunterlegten Altersversorgung. Und der Trend zur Ausfinanzierung bestehender Pensionsverpflichtungen setzt sich fort. Wir möchten am Markt immer stärker als fokussierter Anbieter wahrgenommen werden und im Zusammenspiel von Consultants, Anbietern aus dem Versicherungsumfeld und Anbietern aus dem Asset-Management- und Bankenumfeld eine sehr prägende Rolle spielen.

Metzler Pension Management – das Bausteinkonzept

Versorgungskonzepte

- Betriebliche Altersversorgung
- Lebensarbeitszeitkonten
- Gutschriftenpläne

Dienstleistungen

- Beratung/Konzeption
- Kapitalunterlegung
- Administration/Reporting

Finanzierungsvehikel

- Metzler Trust
- White-Label-CTA
- Metzler Pensionsfonds
- Metzler Sozialpartner Pensionsfonds (in Zulassung)



Thiesen: Wir sind, insbesondere mit der Zulassung des zweiten Pensionsfonds, sehr gut und umfassend aufgestellt. Der wesentliche Faktor ist, alles zu konsolidieren und zu prüfen, ob wir das Profil nach außen noch weiter schärfen können. Wir befinden uns bei einigen Themen, die wie ALM-Studien jetzt neu dazugekommen sind, definitiv noch im Aufbau und nutzen auch das Know-how aus anderen Metzler-Bereichen, zum Beispiel aus dem Applied Research von Metzler Asset Management. Wir bilden auch bereichsübergreifende Teams und versuchen, so oft es geht Synergien zu nutzen. Nur so können wir uns auch stetig weiterentwickeln und wettbewerbsfähig bleiben. Mit der Neugründung der GmbH möchten wir uns gegenüber Kunden und anderen Marktteilnehmern als unabhängiger Partner positionieren, der sehr konzentriert kapitalunterlegte Versorgungsmodelle mit entwickeln, begleiten, umsetzen und administrieren kann und der damit als langfristiger Partner agiert. ●

*Interview mit Christian Remke und Martin Thiesen,
Geschäftsführer Metzler Pension Management GmbH,
zur Entwicklung des Geschäftsfelds Pension Management*

Veröffentlicht im Portfolio Insight, Juli 2018

Pensionsverpflichtungen und Unternehmenskennzahlen

Königsweg Auslagerung?

→ Die Ausfinanzierung von Pensionsrückstellungen – auch fremdkapitalfinanziert – ist Voraussetzung für ein besseres Risikomanagement und für positive Effekte auf die Gewinn-und-Verlust-Rechnung (GuV). Die Auslagerung in einen nicht versicherungsförmigen Pensionsfonds kann als Königsweg gesehen werden: Die Rückstellungen und die entsprechende Kapitalanlage verschwinden aus der Bilanz und entlasten die GuV. Positive Effekte auf den Unternehmenswert und die Dividendenkapazität sind die Folge; zusätzlich wird die Kapitalanlage unter HGB gegen einen Zinsanstieg immunisiert. Ein – beherrschbares – Risiko einer Auslagerung sind die möglichen Nachschüsse zwecks Sicherstellung der Mindestbedeckung.

Pensionsverpflichtungen binden mehr Kapazität denn je

Immer häufiger müssen sich Manager mit Themen beschäftigen, die nicht im Fokus des eigentlichen Unternehmenszwecks liegen. Dazu gehören auch Pensionsverpflichtungen: Einmal zugesagt, wachsen sie kontinuierlich in der Bilanz an, und bei stetig fallenden Zinsen, die zu einer höheren Bewertung führen, werden nicht nur die höheren Rückstellungen selbst, sondern auch die Zuführungen zum Problem. Die wachsende Bedeutung der Pensionsrückstellungen führt dann in den Unternehmen regelmäßig dazu, dass Ressourcen gebunden werden, die man im operativen Kerngeschäft effektiver einsetzen könnte.

Kanonisch ist der Bereich Personal erster Ansprechpartner für Pensionszusagen, denn die betriebliche Altersversorgung ist ein Baustein im Vergütungskonzept. Mit den über die Zeit anwachsenden Pensionsverpflichtungen muss sich aber auch die Finanzabteilung, insbesondere Treasury und Rechnungswesen, mit dem Thema befassen. Dabei zentral sind Fragen nach Liquiditätseffekten, der Bilanzwirkung und der Dividendenkapazität. Dies führt schließlich zur Notwendigkeit eines ressourcenintensiven Risikomanagements, um so der Pensionsrisiken wie Kapitalanlage-, Zins-, Langlebigkeits- und Liquiditätsrisiko habhaft zu werden.

Ausfinanzierung kann Unternehmenswert steigern ...

Um die drängendsten Aufgaben wie Governance rund um das Management von Pensionen, Liquiditätsmanagement oder Kennzahlensteuerung bewältigen zu können, ist die Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen, also liquide Mittel für die Bedeckung der Pensionsverbindlichkeiten zur Verfügung zu stellen, die Grundvoraussetzung. Ein wesentlicher Vorteil der Auslagerung liegt im Optimieren des Cashflow-Statements, indem insbesondere mittel- bis langfristig der operative Cashflow minimiert, das heißt um die zukünftigen Rentenzahlungen entlastet werden kann. Darüber hinaus wird eine Vereinfachung von M&A-Transaktionen erreicht, da die Pensionsverpflichtungen durch die Ausfinanzierung „gekapselt“ werden und idealerweise zukünftig keine Belastung mehr im operativen Geschäftsbetrieb darstellen. Im Gegenzug entstehen durch die Ausfinanzierung allerdings Kapitalanlagerisiken, die separat gemanagt werden müssen.

Bereits sehr generische Rechenbeispiele zeigen, dass durch eine Ausfinanzierung und nachfolgende Auslagerung von Pensionsverbindlichkeiten der Unternehmenswert substanzial steigen kann, auch wenn die Ausfinanzierung kreditfinanziert ist. Durch die „Bereinigung“ der Rentenzahlungen nach erfolgtem Funding steigt der Free Cashflow eines Un-


 WEG

© stock.adobe.com/snyGGG

ternehmens. Eine Fremdfinanzierung der Mittel für die Ausfinanzierung kann zwar die Kapitalkosten erhöhen, aber den positiven Effekt auf den Free Cashflow nicht wesentlich reduzieren. Der Unternehmenswert, definiert als Differenz zwischen Gesamtaktiva und Fremdkapital unter Berücksichtigung der Kapitalkosten, steigt unter Umständen deutlich.

... auch wenn sie kreditfinanziert ist

Neben der potenziellen Steigerung des Unternehmenswerts gibt es weitere Gründe zur Ausfinanzierung der Pensionsverbindlichkeiten. CFOs und Treasury-Abteilungen beschäftigen sich aktuell intensiv mit dem Management von Pensionsverbindlichkeiten, insbesondere mit dem Risikomanagement. Denn gesunkene Refinanzierungszinsen und Credit-Spreads sowie attraktive Finanzierungsvehikel – klassische Anleihen, Convertibles und Schuldscheindarlehen – tragen dazu bei, dass der Tausch von Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern und Rentnern gegen Verbindlichkeiten am Kapitalmarkt, also von Pensionsrückstellungen gegen Fremdfinanzierung, beliebter wird. Nach der verbesserten Ausfinanzierung ist die Auslagerung der konsequente nächste Schritt, denn die absehbar fortschreitende Reduktion des Bewertungszinses für Pensionsrückstellungen erhöht den Aufwand in der HGB-GuV. Dies wird sich die kommenden Jahre fortsetzen, bedingt durch die Herleitungsmethode für den HGB-Rechnungszins („gleitender 10-Jahres-Schnitt“), unabhängig davon, wie sich der Zins – beispielsweise durch ein Ende des „Quantitative Easing“ seitens der Europäischen Zentralbank – kurz- bis mittelfristig entwickelt. Hat man sich aus Risikogesichtspunkten für eine Ausfinanzierung entschieden, möchte man aber auch die möglichen positiven Effekte auf die HGB-GuV realisieren – also einen zusätzlichen Aufwand

Beitrag von Christian Mehlinger, Seniorberater Heubeck AG, Martin Thiesen, Geschäftsführer Metzler Pension Management GmbH

Veröffentlicht im Portfolio Insight, Juli 2018

auf der Verbindlichkeitsseite durch die HGB-Zinsschmelze und die „Immunsierung“ der Kapitalanlage gegen einen Zinsanstieg vermeiden.

Auslagerung in Pensionsfonds verkürzt HGB-Bilanz

Mittel der Wahl für die Auslagerung ist der nicht versicherungsförmige Pensionsfonds. Denn bei der Auslagerung in den Pensionsfonds verschwinden die Rückstellungsposition und die Kapitalanlage aus der HGB-Bilanz (unter IFRS wird der Funded Status, also die Differenz von Verpflichtung und Vermögen, bilanziert, da die auf den Pensionsfonds übertragenen Mittel „Plan-Assets“ darstellen). Mit der Verkürzung der HGB-Bilanz verschwinden auch die potenziell negativen GuV-Effekte. Gleichzeitig ist die Kapitalanlage unter HGB gegen einen Zinsanstieg und den damit einhergehenden Marktwertverlust „immunsiert“. Und schließlich können 80 % der Beiträge zum Pensions-Sicherungs-Verein (PSV) gespart werden. Ein Nachteil des nicht versicherungsförmigen Pensionsfonds liegt in den Vorschriften zur Mindestbedeckung der Verpflichtungen gegenüber den Rentempfängern, wobei das Risiko durch eine entsprechend zugeschnittene Kapitalanlage beherrschbar ist. Hier kommen insbesondere die im Vergleich zu Versicherungslösungen deutlich liberaleren Anlagevorschriften zum Tragen, die eine höhere Rendite ermöglichen.

Die für den Pensionsfonds genannten Vorteile bezüglich der Bilanzierung bietet eine Treuhandlösung (Contractual Trust Arrangement – CTA) so nicht. Ein CTA ist allerdings noch freier in der Anlage des Kapitals und stellt darüber hinaus keine Anforderung an eine Mindestausfinanzierung. ●

DIE REINE BEITRAGSZUSAGE – HERAUSFORDERUNG AN DIE ORGANISATIONS- STRUKTUR

Die reine Beitragszusage bietet neue Möglichkeiten zur Gestaltung der betrieblichen Altersversorgung. Der Wegfall von Garantien enthaftet den Arbeitgeber und stellt dem Versorgungsberechtigten eine höhere Versorgung im Alter in Aussicht. Aber sie erfordert kraft Gesetz erhöhte Transparenz bei Kapitalanlage und Kosten sowie eine deutliche Fokussierung auf das Risikomanagement. Eine stringente und kooperative Organisationsstruktur bei der Umsetzung der reinen Beitragszusage ist daher eine zwingende Voraussetzung für den Erfolg, konstatieren die Autoren Christian Remke und Martin Thiesen.

In vielen Diskussionen seit dem Inkrafttreten des Gesetzes kristallisiert sich der Pensionsfonds als der bevorzugte Durchführungsweg heraus. Die Zusammenarbeit der Organe des Pensionsfonds – Aufsichtsrat und Vorstand – mit den Sozialpartnern ist organisatorisch eine nicht zu unterschätzende Herausforderung. Sollte die durchführende Einrichtung wirklich einen zusätzlichen Aufsichtsrat etablieren, und dann auch noch in einem gemeinsamen Pensionsfonds, der bereits zur Ausfinanzierung von bestehenden Leistungszusagen verwendet wird? Zunächst eine Bestandsaufnahme zusammen mit den Rechtsanwälten Christian von Buddenbrock und Jörn Manhart der Wirtschaftskanzlei Beiten Burkhardt:

WER BESTIMMT BEI DER REINEN BEITRAGSZUSAGE?

Das Betriebsrentenstärkungsgesetz ist seit Januar in Kraft, und der Anbietermarkt läuft sich langsam warm. Vielleicht übersehen viele Anbieter aber noch, dass »die Rechnung« nicht ohne die Tarifvertragspartner gemacht werden kann. Dies ist der zweite wesentliche Paradigmenwechsel der reinen Beitragszusage. Am Markt gut aufgestellt ist aus rechtlicher Sicht allein derjenige Anbieter, dessen Vertrags- und Tarifwerk die Regelungshoheit der Tarifvertragspartner respektiert.

BETEILIGUNG AN DER DURCHFÜHRUNG UND STEUERUNG

§ 21 BetrAVG sieht vor, dass sich Tarifvertragspartei/en, die eine betriebliche Altersversorgung in Form der reinen Beitragszusage vereinbaren, an deren Durchführung und Steuerung beteiligen müssen. Dies ist kein politisches Versehen und auch keine inhaltsleere Floskel. Die Aufgabe der grundsätzlichen Einstandspflicht der Arbeitgeber für die Leistungsebene sollte nicht ohne hinreichende Kontrolle möglich sein. Eine Gewähr für eine ausreichende Berücksichtigung insbesondere

der Interessen der Versorgungsberechtigten sah der Gesetzgeber hierbei allein in den Händen der Tarifvertragsparteien als gegeben an. Und sachlogisch erstreckt sich diese Kontrollfunktion nicht nur auf die Durchführung und Steuerung – vielmehr setzt sie, wie § 22 Abs. 1 BetrAVG i.V.m. § 1 Abs. 2 Nr. 2a BetrAVG, bereits bei der Vereinbarung der reinen Beitragszusage an.

ERTEILUNG DER REINEN BEITRAGSZUSAGE

Die Erteilung der reinen Beitragszusage obliegt damit im Grundsatz den Tarifvertragsparteien. Zwar können diese ihre Regelungskompetenz im Rahmen der allgemeinen rechtlichen Grundsätze auch delegieren. Erhalten bleiben muss aber, dass der Tarifvertrag die Grundlage für die reine Beitragszusage ist. § 1 Abs. 2 Nr. 2a BetrAVG gibt insofern vor, dass der Arbeitgeber durch Tarifvertrag oder aufgrund eines Tarifvertrages in einer Betriebs- oder Dienstvereinbarung verpflichtet wird, Beiträge zur Finanzierung von Leistungen der betrieblichen Altersversorgung an einen Pensionsfonds, eine Pensionskasse oder eine Direktversicherung zu leisten. Damit müssen die Tarifvertragsparteien eine wirksame Grundlage für die reine Beitragszusage vereinbaren.

Das Eingehen einer wirksamen Vereinbarung erfordert aber – dies lehrt bereits das Bürgerliche Gesetzbuch – eine Vereinbarung über alle wesentlichen Vertragsbestandteile. Und damit ist der Kern der Frage nach der Regelungskompetenz der Tarifvertragsparteien im Bereich der reinen Beitragszusage erreicht: Was zeichnet die reine Beitragszusage aus? Welche Regelungsaspekte sind »essentialia negotii« und müssen aus vertragsrechtlicher Dimension, aber auch vor dem Hintergrund der verfassungsrechtlich flankierten Normsetzungsfunktion der Tarifvertragsparteien von eben diesen bestimmt werden?

»Sollte die durchführende Einrichtung wirklich einen zusätzlichen Aufsichtsrat etablieren, und dann auch noch in einem gemeinsamen Pensionsfonds, der bereits zur Ausfinanzierung von bestehenden Leistungszusagen verwendet wird?«

Vor Beantwortung dieser Fragen müssen diese konkretisiert werden, das bedeutet insbesondere: Welche Art von Beitrag ist gefordert oder aber zumindest für Entgeltumwandlungssysteme erlaubt? Welche Anforderung wird an die Zielrente gestellt? Welche Zielrendite wird zugrunde gelegt? Wie sollen Schwankungsrisiken vermieden werden: durch (teil-)kollektive Ansparmodelle? Durch einen Sicherungsbeitrag? Wann und wie wird die Leistung herabgesetzt?

Im Ergebnis sind alle Fragen, die wesentlich die Leistungsbeziehung der reinen Beitragszusage determinieren, durch die Tarifvertragsparteien auf arbeitsrechtlicher Ebene zu bestimmen; entweder bereits im Rahmen der Verhandlung der Tarifverträge oder aber im Bereich der Durchführung und Steuerung.

Besondere Herausforderungen werden daher entstehen, wenn die Ziele der Tarifvertragsparteien mit aufsichtsrechtlichen Vorgaben für die durchführende Einrichtung nicht mehr zu vereinbaren sind. Für solche Situationen müssen zum einen Vertragswerke iterative Arbeitsprozesse dafür vorsehen, wie die Tarifvertragsparteien und die durchführende Einrichtung im Sinne einer »praktischen Konkordanz« einen vereinheitlichten Umgang mit entsprechenden Situationen erzielen. Zum anderen muss der durchführenden Einrichtung im Sinne einer Notvollmacht hinreichende Steuerungskompetenz erhalten bleiben, um die aufsichtsrechtliche Zuverlässigkeit jederzeit sicherzustellen.

Um insbesondere Parametrisierungen in der reinen Beitragszusage zu vermeiden, die entweder aus aufsichtsrechtlichen Gründen nicht umgesetzt werden dürfen oder die am Kapitalmarkt nicht umsetzbar sind, empfehlen wir, die durchführende Einrichtung und deren Aktuar frühzeitig einzubinden. Quantitative, vor allem Szenario-basierte oder stochastische Analysen der einzelnen Parameter der reinen Beitragszusage, also Asset-Liability-Studien

mit entsprechenden Kapitalmarktannahmen, Zielrendite und Rechnungszins in der Verrentung erhöhen die Transparenz bei der Festlegung der Kapitalanlage. Die Sozialpartner können somit zusammen mit der durchführenden Einrichtung die Möglichkeiten für Zielrendite und Rechnungszins eingrenzen und im Sinne einer Risikobudgetierung den jeweiligen Renditen die Wahrscheinlichkeiten und Höhen von potenziellen Rentenanpassungen zuweisen. Diese Vorüberlegungen können direkt in das Risikomanagement der reinen Beitragszusage übernommen werden. Im Sinne eines Frühwarnsystems werden die Sozialpartner frühzeitig wieder eingebunden, wenn insbesondere Rentenkürzungen drohen. Unsere Partner von Beiten Burkhardt zum »Wie« der Durchführung und Steuerung:

Ist der Inhalt (zumindest grob) bestimmt, bleibt nun noch das »Wie« zu klären. Rituale langwieriger großer Tarifverhandlungsrunden unter Rückkoppelung mit den jeweiligen Tarifkommissionen – begleitet von mehr oder weniger zielführenden öffentlichkeitswirksamen Aktionen des einen oder anderen Tarifpartners – mögen bei der Verhandlung von Tarifverträgen ihre historische oder praktische Notwendigkeit haben. Im Bereich der praktischen Steuerung dürften diese aber eher behindern. Insbesondere im Hinblick auf Entscheidungen im Bereich der Kapitalanlagestrategie oder der Veränderung von Zielrentenparametern dürften analytische und zum Teil schnelle Entscheidungsprozesse erforderlich sein bzw. werden.

»Sollte sich der Pensionsfonds als Durchführungsweg der Wahl durchsetzen, ist eine Beteiligung der Sozialpartner über eine gemeinsame Einrichtung die transparenteste und stringenteste Struktur, um den Anforderungen des Gesetzgebers, den Belangen der Versorgungsberechtigten und den aufsichtsrechtlichen Vorschriften gerecht zu werden.«

Bereits der Gesetzgeber hat daher vorgesehen, dass die Steuerungsfunktion nicht von den Tarifvertragsparteien unmittelbar wahrgenommen werden muss. Nach den Erläuterungen in der Bundestagsdrucksache 18/11286 kann die Steuerung im Rahmen gemeinsamer Einrichtungen nach § 4 des Tarifvertragsgesetzes erfolgen. Die Anforderung ist aber zum Beispiel auch dann erfüllt, wenn die Sozialpartner im Aufsichtsrat der durchführenden Versorgungseinrichtung vertreten sind oder wenn sie durch eine Vertretung in spezifischen Gremien der Versorgungseinrichtung hinreichende Einflussmöglichkeiten auf das Betriebsrentensystem haben bzw. dieses mit Steuern können. Die Tarifvertragsparteien können dabei auch Dritte beauftragen, die sie bei der Erfüllung der Beteiligungspflicht vertreten.

Mit der Andeutung dieses weiten Kataloges an Möglichkeiten hat der Gesetzgeber eine Vorgabe im Sinne des Prinzips »substance over form« gemacht. Es kommt daher nicht auf die rechtliche Verfasstheit einer Konstruktion zur Wahrnehmung der Beteiligungsrechte im Bereich der Steuerung und Durchführung an. Entscheidend ist allein, dass die Konstruktion sicherstellt, dass die Tarifvertragsparteien ihre Steuerungsfunktion wahrnehmen können.

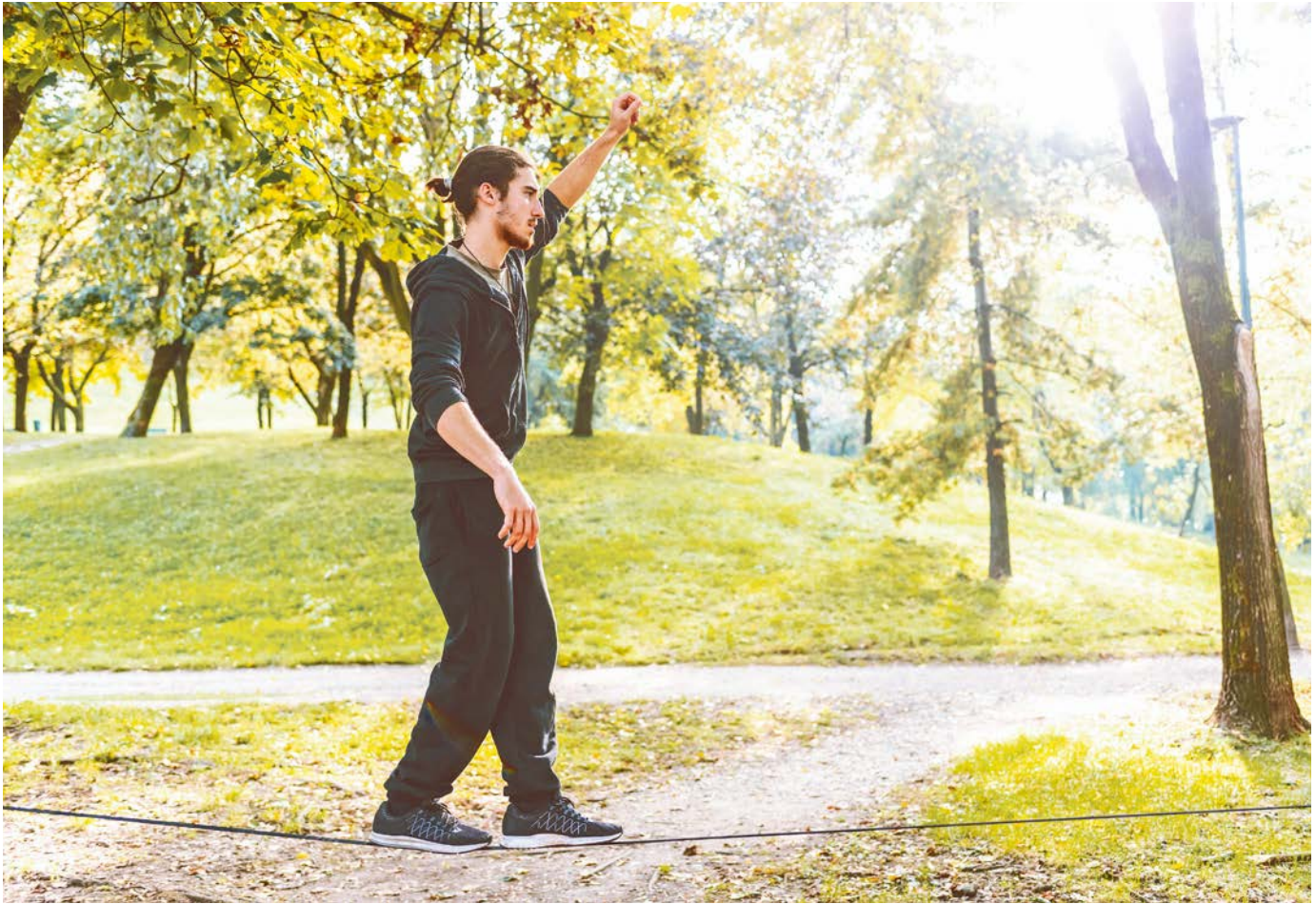
Damit genügen sowohl statutarische bzw. organschaftliche Beteiligungsfunktionen – z. B. die Besetzung des Aufsichtsrates der durchführenden Versorgungseinrichtung – als auch schuldrechtliche Einwirkungsmöglichkeiten; dies dokumentiert der Hinweis auf die Steuerung über Vertreter, da auch diese allein schuldrechtlich gebunden sind. Dies wiederum eröffnet Beteiligungsmöglichkeiten in selbstgeschaffenen juristischen Personen, die als gemeinsame Einrichtungen von den Tarifvertragsparteien paritätisch besetzt sind und vertraglich Einfluss auf die durchführende Einrichtung und damit auf alle tarifunterworfenen Versorgungszusagen nehmen. Möglich sind aber auch unter dem Dach der durchführenden Versorgungseinrichtung eingerichtete

Gremien zur Wahrnehmung der Beteiligung, sofern diese von den Tarifvertragsparteien besetzt sind und mit ausreichender Regelungsmacht ausgestaltet sind. Die Reichweite der Regelungsmacht folgt wiederum der Normsetzungsbefugnis der Tarifvertragsparteien und der durch diese vorgenommenen Aufgabenzuweisungen. Nicht hierzu gehören sicherlich binnenrechtliche Fragen einer durchführenden Versorgungseinrichtung, z. B. die Personalpolitik (auch auf Vorstandsebene) oder die allgemeine Unternehmenspolitik. Denn das Recht zur Beteiligung an der Durchführung und Steuerung ist beschränkt auf die reine Beitragszusage.

FAZIT

Neben den inhaltlichen sind insbesondere die organisatorischen Herausforderungen bei der Umsetzung der reinen Beitragszusage frühzeitig anzugehen. Sollte sich der Pensionsfonds als Durchführungsweg der Wahl durchsetzen, ist eine Beteiligung der Sozialpartner über eine gemeinsame Einrichtung die transparenteste und stringenteste Struktur, um den Anforderungen des Gesetzgebers, den Belangen der Versorgungsberechtigten und den aufsichtsrechtlichen Vorschriften gerecht zu werden.

Die Beteiligung der Sozialpartner ist zwingende Voraussetzung – aber auch erster Faktor für eine erfolgreiche Geschichte der reinen Beitragszusage, wenn sie den Kinderschuhen entwachsen will.



Liability-Driven Investment

Risikomanagement im Niedrigzinsumfeld

- Beim Liability-Driven Investment (LDI) werden die Verbindlichkeiten als Benchmark zur Strukturierung der Kapitalanlage in den Vordergrund gestellt. Ziel ist, bei gegebenem Risikobudget die Schwankung der Kapitalanlage an die Schwankungen der Verbindlichkeitsbewertungen anzupassen. Es geht also um Risikomanagement auf beiden Seiten der Bilanz und um eine kontinuierliche Überwachung der Portfolioentwicklung im Vergleich zu den Verbindlichkeiten.



LDI im Pension Management soll Bilanzvolatilität minimieren

In den vergangenen Jahren hat der stetig fallende Bewertungszins für Pensionsverpflichtungen dazu geführt, dass Unternehmen immer höhere Aufwände zum Auffüllen der Rückstellungen durch die Gewinn- und Verlust-Rechnung (HGB) gebucht oder als negative Eigenkapitalkomponente („Other Comprehensive Income“; IFRS/US-GAAP) realisiert haben.

Viele Treasurer scheinen davon auszugehen, dass sie auf steigende Zinsen warten müssen, um wenigstens einen Teil der negativen Effekte der vergangenen Jahre ausgleichen zu können. Angesichts der historisch niedrigen Zinsen und ohne Aussicht auf kurzfristige Entspannung denken jedoch immer mehr Treasurer über Strategien nach, die beide Seiten der Bilanz – also die Kapitalanlage und die Verbindlichkeiten – in Einklang bringen. Ziel ist, dadurch die Bilanzvolatilität zu minimieren. Denn die Kapitalmarktentwicklungen der vergangenen Jahre und ihr Einfluss auf die Bewertung der Pensionsverbindlichkeiten haben eines deutlich gemacht: Die Höhe des Rechnungszinses ist weniger problematisch als seine Schwankungen.

Allein den Rechnungszins zu verdienen reicht nicht

Die wichtigsten Treiber für die Bewertung von Pensionsverbindlichkeiten sind erstens die Zinsen und Bonitätsaufschläge gut gerateter Unternehmensanleihen. Sie gehören zu jenen Größen, aus denen der Rechnungszins ermittelt wird. Zweiter wichtiger Treiber sind Rentensteigerungen. In den vergangenen Jahren sanken sowohl die Zinsen als auch die Bonitätsaufschläge für Unternehmensanleihen mit AA-Rating, was zu erheblichen Zusatzaufwänden in den Bilanzen von internationalen Unternehmen führte, die entweder gar nicht oder nur sehr unzureichend durch die Kapitalanlage verdient werden konnten.

Kapitalanlagestrategien, die ausschließlich darauf zielen, den Rechnungszins zu verdienen, reichen in fast allen Marktphasen nicht aus. Denn sie können zwar den Zinsaufwand in der Gewinn- und Verlust-Rechnung ausgleichen; Veränderungen des Rechnungszinses, die zu zweistelligen Marktwertveränderungen der Pensionsverbindlichkeiten führen können, kann die Performance meist jedoch nicht abdecken.

Effizienter leisten dies LDI-Strategien, die sich eng an der Bewertung der Verbindlichkeiten orientieren. Sie setzen üblicherweise bei der Zinsstruktur der Pensionsverbindlichkeiten an und werden deshalb oft als reine Absicherungsstrategien gegen Zinsänderungen missverstanden. Die durchaus nachvollziehbare Schlussfolgerung ist, eine LDI-Strategie bei sehr niedrigen Zinsen wie aktuell und entsprechend vorhersehbaren Verlusten erst bei wieder steigenden Zinsen einzusetzen.

LDI ist mehr als Hedging

Ein konsequentes Umsetzen von LDI-Strategien verschiebt den Fokus der Kapitalanlage: Nicht die Performance der Investments mit Fokus auf einen maximalen Drawdown ist wichtig, sondern die prozentuale Ausfinanzierung der Pensionsverbindlichkeiten mit Fokus auf der Mindestausfinanzierung, also auf der Stabilisierung oder Steigerung der Ausfinanzierung. Das Benennen und Festschreiben der Risikopräferenz bezieht sich damit immer sowohl auf Anlagen als auch auf Verpflichtungen.

LDI ist daher auch ein Risikomanagementansatz, der den Finanzvorstand ruhiger schlafen lässt, da die Schwankungen des Eigenkapitals in der internationalen Bilanzierung (IFRS/US-GAAP) deutlich reduziert werden können und sich die Gewinn- und Verlust-Rechnung in der nationalen Bilanzierung (HGB) stabilisieren lässt.

Was versteht man unter Liability-Driven Investment (LDI)?

- LDI ist eine Kapitalanlagestrategie zur Optimierung des Zusammenspiels von Kapitalanlage und Verbindlichkeiten, um beispielsweise den Ausfinanzierungsgrad von Pensionsverpflichtungen zu stabilisieren oder zu verbessern.
- Ziel einer LDI-Strategie ist es, die Bilanzvolatilität zu reduzieren und die Verbindlichkeiten zu decken, wobei ein definiertes Risikobudget eingehalten werden soll – beispielsweise ein Betrag, um den die Ausfinanzierung höchstens sinken darf.
- LDI ist also ein Risikomanagementansatz: Risiken auf beiden Seiten der Bilanz stehen im Fokus.
- LDI steht für ein Umdenken vom reinen Streben nach Rendite hin zum Management von Pensionen in Bilanz und Gewinn-und-Verlust-Rechnung.
- Je nach Risikobudget können LDI-Strategien von Absolute Return bis hin zur vollständigen Absicherung der Marktrisiken (Hedging) Kapitalanlagekonzepte umsetzen.

Asset-Liability-Studien als Ausgangspunkt

Als Basis für eine LDI-Strategie ist eine Bestandsaufnahme wichtiger Einflussfaktoren sowohl der Anlagen als auch der Verpflichtungen durchzuführen. Im Rahmen einer Asset-Liability-Studie müssen zuerst die Effekte auf die Pensionsverbindlichkeiten analysiert werden. Das bedeutet, sich auch Transparenz über die Entwicklung des Bewertungszinses zu verschaffen: Welchen Einfluss haben die Emittenten „bester Bonität“ auf die Höhe des Rechnungszinses? Kann ein Standard-Index „Investment Grade Corporates“ bereits den wesentlichen Teil der Strategie abdecken?

Um diese Fragen zu beantworten, bietet sich eine Asset-Liability-Studie an, die auf Basis verschiedener stochastischer Szenarien für die Risikofaktoren Zinsen, Bonitätsaufschläge und die Erwartungswerte von Risiko-Assets (zum Beispiel Aktien) strategische Allokationen und die Pensionsverbindlichkeiten simultan in die Zukunft projiziert. Die Analyse verschiedener Allokationen in Verbindung mit den zukünftigen Veränderungen der Ausfinanzierung ermöglicht dem Anleger die Auswahl eines Portfolios, das seiner Risikopräferenz entspricht.

Kapitalanlage mit Overlay-Management

Bei der Kapitalanlage werden erst Investments in physische Anlageklassen implementiert. Vorrangig sind das Staatsanleihen, mit denen Zinsen vereinnahmt werden, Unternehmensanleihen für Zinsen und Bonitätsaufschläge sowie Aktien zur Vereinnahmung von Zusatzprämien, wobei der Aktienanteil selten höher als 30 % ist.



Lässt sich die Risikopräferenz durch physische Anlagen nicht vollständig einhalten, muss die Allokation durch Overlay-Strukturen erweitert werden. Mit Zinsderivaten kann beispielsweise die Zinssensitivität der Kapitalanlage bis maximal zur Zinssensitivität der Verbindlichkeiten erhöht werden. Das Verkaufen von Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps) kann dazu dienen, einen besseren Bonitätsaufschlag gegenüber dem Rechnungszins zu erzielen. Auch die Aktienallokation kann synthetisch mit Instrumenten angereichert werden, deren Prämien sich aus Zins- und Kreditsensitivitäten ergeben.

Werden Verluste der Kapitalanlage bei steigenden Zinsen im Sinne eines LDI-Ansatzes (Gleichlauf mit den Verbindlichkeiten) akzeptiert, kann auch bei niedrigen Zinsen eine LDI-Strategie sinnvoll sein. Spiegelbildlich zu den Anlagen verlieren die Verbindlichkeiten an Wert, und somit bleibt die Ausfinanzierung stabil, was die Entwicklung des Eigenkapitals stabilisiert.

Auch über das Finanzierungsvehikel ist zu entscheiden

Wird die LDI-Strategie in einem nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds implementiert, ist dies erstens eine gute Lösung im Rahmen internationaler Bilanzierung. Zweitens vermeidet der Investor dadurch die negativen Auswirkungen auf die HGB-Gewinn-und-Verlust-Rechnung. Es gilt also nicht nur, über den Nutzen von LDI-Strategien zu entscheiden, sondern auch, ihre Umsetzung im Zusammenhang mit der Kapitalanlage und in Verbindung mit dem Vehikel (CTA oder Pensionsfonds) zu prüfen. Metzler Pension Management setzt genau dort mit der Beratung an, um den optimalen Ansatz für den Investor zu ermitteln. ●

© stock.adobe.com/Eugenio Marongiu

*Beitrag von Martin Thiesen, Geschäftsführer
Metzler Pension Management GmbH*

Veröffentlicht im Portfolio Insight, April 2019

Moderne bAV-Konzepte

Gestaltungsmöglichkeiten in der beitragsorientierten Direktzusage

→ Die Komplexität der gesetzlichen Vorgaben sowie die Unübersichtlichkeit bei Anbietern und Produkten erschweren die Gestaltung einer betrieblichen Altersversorgung, zumal es keine Lösungen von der Stange gibt. Bei Großunternehmen spricht vieles für eine beitragsorientierte Direktzusage – vor allem die hohe Flexibilität bei der Beitragsgestaltung und bei der Kapitalanlage. Dabei lässt sich die Arbeitgeberhaftung minimieren. Auch kann ein aktives Risikomanagement bezüglich der Arbeitgeberhaftung vorgenommen werden.

Relevanz betrieblicher Altersversorgung bleibt hoch

Das Betriebsrentenstärkungsgesetz hat schon vor seinem Inkrafttreten im Januar 2018 für Diskussion gesorgt. Denn erstmals ist damit in der betrieblichen Altersversorgung (bAV) eine reine Beitragszusage möglich – also eine Zusage ohne Arbeitgeberhaftung und ohne Garantie. Dies bedeutet mehr Freiheit in der Kapitalanlage und die Chance auf höhere Renditen. Umgesetzt wurde eine reine Beitragszusage bisher allerdings noch nicht, vor allem aufgrund der notwendigen Einbeziehung der Sozialpartner.

Die bAV fördert neben der allgemeinen Fürsorgepflicht und sozialen Verantwortung auch die Attraktivität eines Unternehmens als Arbeitgeber. Daher befassen sich viele unserer Kunden mit den Gestaltungsmöglichkeiten für eine moderne bAV. „Modern“ heißt: zukunfts-fähig und bedarfsgerecht, an den Zielen und Erwartungen des Arbeitgebers und der Arbeitnehmer ausgerichtet sowie der aktuellen Situation an den Kapitalmärkten entsprechend.

Gestaltung entlang vielfältiger Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbedürfnisse

Bei der Gestaltung eines neuen Versorgungssystems müssen die Auswirkungen auf die spezifische Situation des Unternehmens geprüft werden, von Bilanz- und Cashflow-Effekten beim Unternehmen einerseits bis hin zu Faktoren, die andererseits das Sicherheitsbedürfnis der Mitarbeiter und deren Finanzaffinität betreffen.

Für Großunternehmen ergeben sich aus unserer Sicht folgende Kriterien, die eine moderne bAV erfüllen sollte:

- Attraktivität für Mitarbeiter hinsichtlich der Finanzierung und der Absicherung
- Minimierte AG-Haftung
- Flexibilität in der Kapitalanlage
- Flexible Beitragsgestaltung
- Flexible Auszahlungsoptionen
- Weitgehend externe Administration
- Geringe laufende Kosten
- Geringe Komplexität/hohe Transparenz.

Bei der Konzeption muss über die im Betriebsrentengesetz vorgesehenen Gestaltungsmög-

lichkeiten entschieden werden, das heißt über Zusageart und Durchführungsweg. Außerdem müssen die Kapitalanlage, Beitragsgestaltung, Auszahlungsoptionen und Ergänzungsbausteine festgelegt werden.

Beitragsorientierte Zusagen lösen leistungsorientierte Zusagen ab

Die vier wesentlichen Zusagearten sind Leistungszusage, beitragsorientierte Leistungszusage (BOLZ), Beitragszusage mit Mindestleistung (BZML) und die reine Beitragszusage.



Beitrag von Leonie Enders, Metzler Pension Management GmbH

Veröffentlicht im Portfolio Insight, Dezember 2020

Aktuell spricht vieles für die Gestaltung als beitragsorientierte Zusage, also als BOLZ oder BZML. Der Unterschied liegt in der Arbeitgeberhaftung: Bei der Leistungszusage ist das Haftungsrisiko für den Arbeitgeber durch die feststehende Verpflichtungshöhe und die biometrischen Risiken deutlich höher. Mit der reinen Beitragszusage lässt sich aufgrund des Garantieverbotes eine minimierte Arbeitgeberhaftung erreichen. Allerdings bietet sie keinen Spielraum für Auszahlungsmöglichkeiten, da nur eine Auszahlung als lebenslange Rente möglich ist. Außerdem erscheinen solche Zusagen

durch die notwendige Einbindung der Tarifpartner als sehr komplex.

Auch bei den beitragsorientierten Zusagen kann die Arbeitgeberhaftung über eine reine Beitragsgarantie (keine Mindestverzinsung) in Verbindung mit einer intelligenten Kapitalanlage reduziert werden.

Dies spiegelt sich auch in der Praxis: Leistungsorientierte Zusagen werden zunehmend abgelöst und kommen bei neuen Plänen in der Regel nicht mehr in Betracht.

Vorteile der Direktzusage überwiegen bei Großunternehmen

Unter den fünf Durchführungswegen der bAV (s. Abb. 1 auf S. 16) spricht für Großunternehmen unter den genannten Kriterien vieles für die Direktzusage. Zwar schneidet diese bei der Arbeitgeberhaftung und externen Administration scheinbar schlechter ab; das kann aber durch den Einsatz eines intelligenten Kapitalanlagekonzeptes und eines zusätzlichen externen Administrators optimiert werden. Als

nachteilig gelten die bilanziellen Auswirkungen der Direktzusage beim Unternehmen: Pensionsrückstellungen müssen in der Handelsbilanz gebildet werden und belasten die Bilanz zum Teil enorm. Diese können aber zum Beispiel über die Finanzierung in einem Treuhandmodell (CTA) mit Vermögensgegenständen saldiert werden. Wird das bAV-Modell zusätzlich als eine wertpapiergebundene Versorgungszusage anerkannt, bei der die Versorgungsleistung direkt von der Entwicklung des Vermögensgegenstandes abhängt, können Auswirkungen auf die Handelsbilanz und mögliche Schwankungen dort größtenteils vermieden werden. Ferner muss eine Rückstellung in der Steuerbilanz gebildet werden. Die Aufwendungen führen hier zu einer Minderung des steuerrechtlichen Gewinns, was bei vielen Unternehmen allerdings positiv gewertet wird.

Die Direktzusage überzeugt mit ihrer hohen Flexibilität bei der Kapitalanlage und der Beitragsgestaltung. Die versicherungsförmigen Durchführungswege sind dagegen in der Kapitalanlage regulatorisch stärker eingeschränkt





und angesichts der niedrigen Zinsen aktuell mit großen Herausforderungen konfrontiert. Zudem bremsen die Garantien die Rendite. Im Gegensatz dazu gibt es keine Einschränkungen bei den Gestaltungsmöglichkeiten der Kapitalanlage in einer Direktzusage oder (pauschaldotierten) Unterstützungskasse. Hier kann die Kapitalanlage beispielsweise gezielt auf eine minimierte Arbeitgeberhaftung ausgerichtet werden.

Höchste Flexibilität der Beitragsgestaltung bei der Direktzusage

Obwohl grundsätzlich bei allen Durchführungswegen flexibel, gibt es bei der Beitragsgestaltung Unterschiede bei der Höhe der steuer- und sozialversicherungsfreien Beiträge: Direktzusage und Unterstützungskasse bieten

hier mehr Möglichkeiten. Allerdings sind bei der rückgedeckten Unterstützungskasse aufgrund der Vorgaben des Einkommenssteuergesetzes nur laufende und konstante Beiträge möglich, sodass die Umwandlung von einmalig hohen Summen (zum Beispiel Tantiemen) begrenzt ist. Höchste Flexibilität bietet daher nur die Direktzusage.

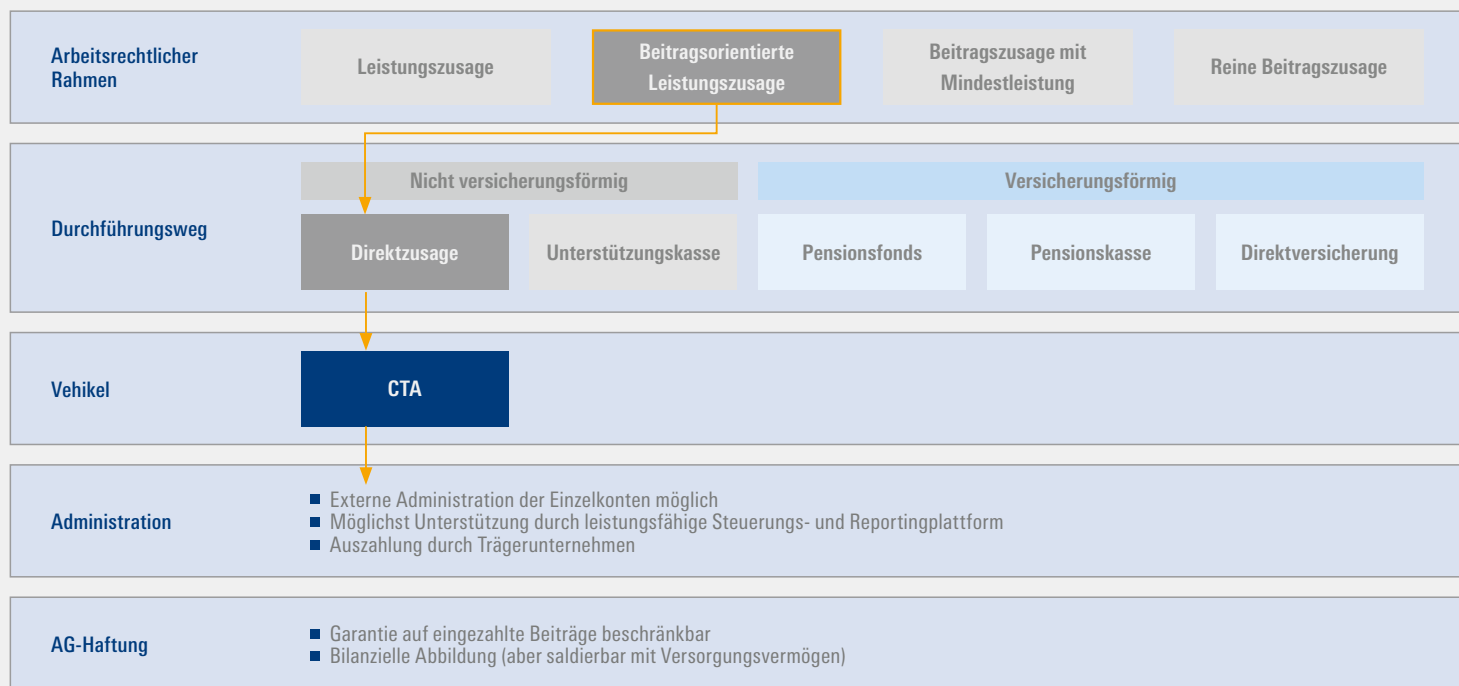
Diesen Vorteilen entsprechend ist die Direktzusage bei den mittleren und großen Unternehmen der beliebteste Durchführungsweg für eine

arbeitgeberfinanzierte bAV – mit einer Tendenz zur unternehmensexternen Kapitalanlage, etwa über CTAs.

Erfolgsfaktor Kapitalanlage?

Beim Vergleich anhand der wichtigen Kriterien für Großunternehmen spricht also vieles für beitragsorientierte Modelle im Durchführungsweg der Direktzusage. Allerdings sind hier insbesondere die Arbeitgeberhaftung und die Attraktivität für die Mitarbeiter abhängig von der Gestaltung der Kapitalanlage.

Abb. 1: Auswahl von Zusage und Durchführungsweg



Dabei kann grundsätzlich zwischen einer kollektiven Kapitalanlage für alle Mitarbeiter und einer individuellen Kapitalanlage für jeden einzelnen Mitarbeiter unterschieden werden, bei der individuellen Kapitalanlage ferner zwischen einem einheitlichen Kapitalanlagemodell und altersabhängigen Life-Cycle-Modellen (s. Abb. 2). In einem Life-Cycle-Modell reduziert der Asset-Manager mit zunehmendem Alter das Risiko, was in der einfachsten Version für die älteren Mitarbeiter bedeutet, dass sukzessiv von den riskanten in weniger riskante Anlageklassen umgeschichtet wird.

Grundsätzlich ist keines der Kapitalanlage-modelle bezogen auf Rendite und Risiko besser oder schlechter. Arbeitgeber sollten bei der Auswahl eines Kapitalanlagekonzeptes die er-

wartete Rendite, Risiken und Kosten ausführlich analysieren und gegenüberstellen.

Arbeitgeberbeiträge und „Add-ons“ steigern Attraktivität des Modells

Um die Attraktivität des Versorgungsmodells für den Mitarbeiter zu erhöhen und die Teilnahmequoten zu maximieren, sind Arbeitgeberbeiträge bei der Gestaltung einer Versorgungszusage in jedem Fall zu empfehlen. Dies kann entweder über unabhängige Arbeitgeberbeiträge erfolgen oder über ein sogenanntes Matching-Modell, bei dem die Arbeitgeberbeiträge von der Eigenbeteiligung der Mitarbeiter abhängig sind bzw. Zusatzbeiträge des Unternehmens implementiert werden. Flexible Auszahlungsoptionen werden sowohl von Arbeitnehmern als auch von Arbeitgebern als wichtiges Krite-

rium bei der Gestaltung einer modernen bAV genannt. Für ein zukunftsorientiertes Versorgungsmodell kann das Konzept um eine zusätzliche Risikoabsicherung oder Ergänzungsbausteine, wie Lebensarbeitszeitkonten oder Gutschriftenpläne erweitert werden.

Die Gestaltungsmöglichkeiten sind vielfältig. Daher müssen sich Unternehmen stark mit dem Thema bAV befassen, um ein geeignetes Konzept zu finden. Mit dem Einbeziehen von Experten kann ein maßgeschneidertes Konzept entwickelt und umgesetzt werden, das die vielfältigen Ansprüche innerhalb des Unternehmens am besten abdeckt. ●

Abb. 2: Ausgestaltung der Kapitalanlage

Flexibel und individuell zugeschnitten auf die Anforderungen des Unternehmens

<p>Gestaltung</p>	<p>Individuell – Lifecycle</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Arbeitnehmerindividuelle Kapitalanlage durch ein altersgerechtes Rendite-Risiko-Profil ■ Je nach Alter und Anlagedauer verschiedene Anlageergebnisse möglich ■ Im Vergleich zur kollektiven Anlage höhere Renditeerwartung für jüngere Mitarbeiter, da kein Risikoausgleich im Kollektiv stattfindet ■ Im Vergleich zu kollektiver Anlage höherer administrativer Aufwand, externe Administration möglich 	<p>Kollektiv – Anlagestrategie (Strategische Asset-Allokation)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Pooling der Kapitalanlage schafft gleiche Bedingungen für alle (fair) ■ Reduzierung der Arbeitgeberrisiken durch Ausgleich im Kollektiv möglich ■ Geringeres Anlageergebnis möglich, wenn Risikoausgleich stattfindet ■ Attraktiver für ältere Mitarbeiter ■ Auf die Bedürfnisse des Unternehmens zugeschnittene Anlagestrategie umsetzbar (zum Beispiel Immobilienquote bei entsprechendem Volumen) ■ Geringerer administrativer Aufwand
<p>Anlagevehikel</p>	<p>Publikumsfonds</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Hohe Diversifikation von Beginn an möglich ■ Größtmögliche Transparenz für Arbeitnehmer durch reguläre Berichterstattung ■ Täglich handelbar ■ Keine individuellen Anlagerichtlinien möglich ■ Nutzung institutioneller Anteilsklassen für die Anlage möglich 	<p>Spezialfonds</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Hohe Diversifikation von Beginn an möglich ■ Keine direkte Transparenz für den Arbeitnehmer über die Entwicklung der Kapitalanlagen, individuelles Reporting notwendig ■ In der Regel täglich handelbar ■ Individuelle Gestaltung der Anlagepolitik möglich ■ Kostengünstiges Anlagevehikel bei ausreichend großem Anlagevolumen

Abb. 1 und 2: Darstellung Metzler

Von der Asset-Liability-Analyse zur Implementierung im Multi-Asset-Mandat

→ Institutionelle Investoren integrieren immer häufiger ESG-Kriterien in ihre Entscheidungsprozesse; gleichzeitig steigen die regulatorischen Anforderungen. Mit welchen Anforderungen ist noch zu rechnen, und wie lassen sich ESG-Kriterien zusammen mit den regulatorischen Anforderungen in einer Asset-Liability-Studie und schließlich in der Portfoliokonstruktion umsetzen?

Stakeholder und Regulatorik setzen Maßstäbe

Eine 2019 von McKinsey durchgeführte Befragung von über 500 Entscheidungsträgern und Investmentprofis¹ belegte, dass der Druck beispielsweise von Analysten und NGOs weiter zunimmt, ESG-Kriterien zu berücksichtigen – also Umwelt-, Sozial- und Governance-Themen in strategische und operative Entscheidungen einzubeziehen. 83 % der in der Studie befragten Führungskräfte auf Vorstandsebene und der Investmentprofis erwarten, dass ESG-Programme in fünf Jahren mehr zum Shareholder-Value beitragen werden als heute.

Gegenüber früheren Befragungen gehen auch mehr Führungskräfte und Investoren davon aus, dass sich durch das Einbeziehen von ESG-Kriterien die Finanzkennzahlen verbessern – nicht zuletzt, weil die Erwartungen und die Kontrolle durch Investoren, Verbraucher, Mitarbeiter und andere

*Beitrag von Daniel Sailer, Sustainable Investment Office,
und Julia Flauaus-Dengler, Metzler Pension Management GmbH*

Veröffentlicht im Portfolio Insight, Dezember 2020

Stakeholder steigen. Abgesehen davon sind institutionelle Anleger wie Versicherungen und Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) mit steigenden regulatorischen Anforderungen konfrontiert. Dies betrifft strengere Vorgaben zur Transparenz der Kapitalanlage sowie den Einsatz von Strategien zur Überwachung und Messung von Nachhaltigkeitsrisiken.

EU-Aktionsplan verpflichtet zu mehr Transparenz

Am 10. März 2021 soll die Offenlegungsverordnung in Kraft treten. Grundsätzlich gelten die neuen Regelungen für alle Fondsgesellschaften in Europa sowie für Versicherungen, Kreditinstitute mit Portfolioverwaltung und EbAVs. Das Regelwerk sieht umfassende ESG-Berichtspflichten auf Ebene der Gesellschaft und des Anlageproduktes vor, zum Beispiel von Publikums- und Spezialfonds. Als Teil des EU-Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums gehört die Offenlegungsverordnung zu einer Reihe weiterer regulatorischer Initiativen, die Transparenz schaffen sollen (s. Abb. 1 auf S. 20). In der Branche wird zwar bereits darüber diskutiert, den Termin für das Inkrafttreten der Offenlegungsverordnung zu verschieben. Im Hinblick auf weitere Vorgaben – etwa durch die Transparenzpflichten der Taxonomie-Verordnung, die zum 1. Januar 2022 in Kraft tritt – sollten institutionelle Investoren strategische und organisatorische Entscheidungen trotzdem baldmöglichst treffen.

Auf die Anforderungen vorbereitet sein

Insbesondere die nachteiligen Auswirkungen („Principal Adverse Impact“) eines Portfolios in puncto Nachhaltigkeit zu messen und darüber zu berichten ist eine Herausforderung. Das hat auch damit zu tun, dass es für einige ESG-Indikatoren keine allgemein anerkannten Definitionen gibt – beispielsweise für die Einstufung von Menschenrechtsverletzungen als „moderat“ oder „schwer“. Auch geforderte Indikatoren, zum Beispiel

zu Stoffen, die die Ozonschicht schädigen, und zur Quote des recycelten Abfalls, sind nicht branchenübergreifend definiert.

Im Metzler Asset Management beschäftigen wir uns seit längerem mit aussagefähigen Indikatoren und erweitern regelmäßig unser 2017 eingeführtes ESG-Reporting um relevante und regulatorisch geforderte ESG-Kennzahlen. Dies hilft institutionellen Investoren, ihre Berichtsvorschriften zu erfüllen, und schafft Transparenz über die ESG-Qualität der Portfolios. Zudem bedarf es aber neben einer umfassenden ESG-Expertise ausreichender Ressourcen in den Bereichen Recht und IT sowie einer Weiterbildung der Mitarbeiter, um die Offenlegungspflichten erfüllen zu können.

Nachhaltigkeitskriterien in der Asset-Liability-Studie ...

Durch die zunehmende Bedeutung von ESG-Kriterien haben institutionelle Investoren in den vergangenen Jahren ihre Investmentrichtlinien um ESG-Ausschlusskriterien ergänzt. Neben Unternehmen, die in kontroversen Geschäftsfeldern wie Rüstung tätig sind, werden auch immer häufiger Unternehmen ausgeschlossen, die gegen internationale Normen wie die der UN-Global-Compact-Initiative verstoßen. Welche Auswirkungen hat eine solche Anpassung der Investmentrichtlinie auf die zu erwartenden Renditen? Welche Handlungsempfehlungen lassen sich hieraus ableiten?

Um diese Fragen zu beantworten, lassen sich Nachhaltigkeitskriterien in eine Asset-Liability-Studie integrieren. Mithilfe solcher Studien können auf Basis verschiedener stochastischer Szenarien für festgelegte Risikofaktoren – zum Beispiel Zinsen, Bonitätsaufschläge und die Erwartungswerte für die Renditeentwicklung von Risiko-Assets wie Aktien – strategische Allokationen einerseits und Verbindlichkeiten andererseits, beispielsweise für Pensionen, simultan in die Zukunft projiziert werden.



Durch die Berücksichtigung von ESG-Kriterien in einer Asset-Liability-Studie lassen sich Aussagen über den Einfluss von Nachhaltigkeitspräferenzen auf den Ausfinanzierungsgrad von Assets gegenüber Pensionsverpflichtungen treffen.

... beeinflussen Renditepotenziale

Im Rahmen einer Asset-Liability-Studie haben wir durch das Einbeziehen von individuellen ESG-Ausschlusskriterien in ein Musterportfolio den Einfluss von Nachhaltigkeitspräferenzen auf die (potenzielle) Portfolioperformance für einen Zeitraum von zehn Jahren (6. April 2010 bis zum 6. April 2020) untersucht.

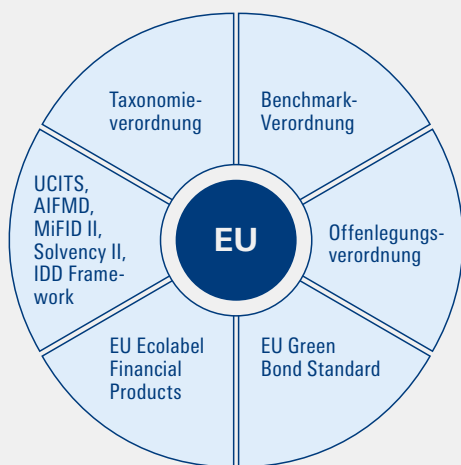
Grundsätzlich nutzen wir für unsere Studien Erwartungswerte für Risiko-Assets, die aus den Modellen und Prognosen unseres Chefvolkswirts Edgar Walk hervorgehen. Wenn Kunden auch Nachhaltigkeitskriterien einbeziehen möchten, modifizieren wir die Analysen und berücksichtigen

einen „ESG-Impact“. Die sich daraus ergebenden Unterschiede zwischen den Asset-Renditen – also mit und ohne Berücksichtigung des ESG-Filters – zeigt Abb. 2 für das Musterportfolio.

Für das Musterportfolio haben wir die strategische Asset-Allokation vollständig repliziert, die Entwicklung über zehn Jahre simuliert und die Benchmark-Renditen mit und ohne die umstrittenen Unternehmen ermittelt. Die Berechnung ist statisch, wir haben also in unserem Backtest alle Annahmen beispielsweise über kontroverse Beteiligungen von Unternehmen konstant gelassen.

Bei unseren Analysen lassen wir einerseits nach dem Vorsichtsprinzip Überrenditen bei der Anpassung von Renditeerwartungen außer Acht – im Beispiel MSCI World mit Anwendung des ESG-Filters. Negative Renditeeinflüsse führen andererseits dazu, dass wir die Ertragserwartungen der Assets um einen ESG-Impact in der Studie korrigieren. Im Beispiel führte

Abb. 1: Regulatorische Initiativen des EU-Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums



Quelle: Metzler Asset Management

Abb. 2: Asset-Liability-Studie – Einfluss von Nachhaltigkeitspräferenzen auf die Performance eines Musterportfolios*

in %

Benchmark	Rendite p. a. Benchmark	Rendite p. a. bei Anwendung ESG-Filter auf ein Musterportfolio
Investment Grade EUR	1,00	0,50
HY EUR	2,40	0,25
Investment Grade USD	4,90	2,00
HY USD	5,00	0,40
MSCI World	6,50	14,00

* Replikation eines Musterportfolios über zehn Jahre, 6. April 2010 bis 6. April 2020
Quellen: FactSet, eigene Berechnungen

der Ausschluss von Energie- und Versorgungsunternehmen durch den ESG-Filter zu einer deutlich niedrigeren Rendite bei festverzinslichen Wertpapieren – vor allem im Hochzinsuniversum.

Umsetzung in einem Multi-Asset-Mandat

Die ESG-Integration – also das Einbeziehen von ökologischen, sozialen und Aspekten der Unternehmensführung in die traditionelle Investmentanalyse – hat das Ziel, das Rendite-Risiko-Profil der Fonds zu verbessern. Bei unseren fundamentalen Multi-Asset-Strategien setzen wir Nachhaltigkeitskriterien sowohl in Publikumsfonds als auch in Spezialfonds um. Bei Spezialfonds können kundenindividuelle Nachhaltigkeitskriterien vereinbart werden, die wir im Selektions- und Allokationsprozess berücksichtigen.

Vor dem Aufsetzen eines Spezialfonds, zum Beispiel im Rahmen der Übernahme von Pensionsverpflichtungen, unterstützen wir Anleger mit unserer Expertise im Bereich Asset-Liability-Management. Die Ergeb-

nisse der Asset-Liability-Studie fließen in die Portfoliokonstruktionen ein. Ausgangspunkt sind gemeinsam mit dem Anleger entwickelte ESG-Kriterien. Im Rahmen der Asset-Liability-Studie werden die Auswirkungen beispielsweise von Ausschlüssen bestimmter Unternehmen auf die Portfolioperformance analysiert und im Management der Kapitalanlage integriert – so bei unseren Multi-Asset-Mandaten. (s. Abb. 3). Die Zusammenarbeit unserer Experten aus den Bereichen Nachhaltigkeit, Volkswirtschaft, Portfoliomanagement und Pension Management ermöglicht eine ganzheitliche Beratung unserer Kunden und eine reibungslose Umsetzung ihrer individuellen und regulatorisch geforderten Vorgaben. ●

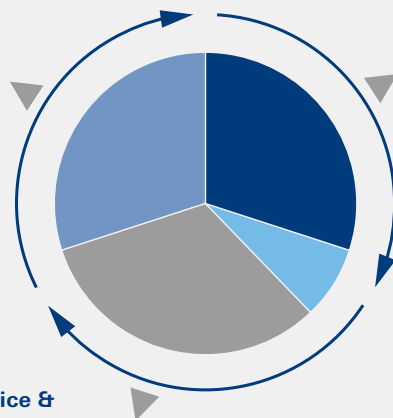
Abb. 3: Bündelung von Know-how für fundamentale Multi-Asset-Mandate

Allokationsebene: Team Asset Allocation

- Verantwortet die Steuerung der Asset-Klassen auf der Allokationsebene
- Zuständig für die strategische und taktische Asset-Allokation (direktional und marktneutral)
- Verantwortlich für die Gesamtsteuerung des Mandats

Sustainable Investment Office & Economic Research

Bündelt das Know-how rund um Nachhaltigkeitsaspekte (ESG*) im Investmentprozess im Einklang mit der volkswirtschaftlichen Analyse



Selektionsebene: Team Equities & Team Fixed Income

- Verantworten die Steuerung der Einzeltitel auf der Selektionsebene
- Zuständig für qualitative/quantitative Analyse der Einzeltitel und Sektoren des Investmentuniversums

Aktien
Alternatives
Staatsanleihen
Credit

* ESG steht für Environment, Social and Governance, also für Umwelt, Soziales und Unternehmensführung
Quelle: Metzler Asset Management

Ihre Ansprechpartner

Christian Remke
Sprecher der Geschäftsleitung
Metzler Pension Management GmbH
Telefon (0 69) 21 04-1520
CRemke@metzler.com

Martin Thiesen
Geschäftsleitung
Metzler Pension Management GmbH
Telefon (0 69) 21 04-1538
Martin.Thiesen@metzler.com

Christian Pauly
Prokurist/Kundenbetreuung
Telefon (0 69) 21 04-1522
CPauly@metzler.com

Leonie Enders
Kundenbetreuung
Telefon (0 69) 21 04-1755
LEnders@metzler.com

Andreas Drtil
Kundenbetreuung
Telefon (0 69) 21 04-1546
andreas.drtil@metzler.com

Jörg Geißler
Kundenbetreuung
Telefon (0 69) 21 04-1545
joerg.geissler@metzler.com

Metzler Pension Management GmbH · Untermainanlage 1 · 60329 Frankfurt am Main · www.metzler.com/pension-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Pension Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Gastbeiträge geben nicht die Meinung von Metzler wieder. Die Weitergabe dieser Unterlage an Dritte, insbesondere an Privatanleger, ist ausdrücklich untersagt. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Vielfalt ist uns wichtig: Daher legen wir Wert darauf und betonen ausdrücklich, dass wir mit unseren Informationen alle Menschen gleichberechtigt ansprechen. Wenn wir im Text männliche Bezeichnungen für Menschen und Positionen verwenden, dient das allein dazu, den Lesefluss für Sie zu vereinfachen.