

## Risikoorientierte Steuerung des CTA als Baustein einer optimierten **Bilanzpolitik**

**Die Rolle des CTA in der Durchführung der betrieblichen Altersvorsorge:** Mit einem Volumen von mehr als 450 Milliarden Euro an gegebenen Zusagen für spätere Pensionszahlungen bildet die betriebliche Altersvorsorge als zweite Säule einen zentralen Baustein der Alterssicherung. Die bei deutschen Unternehmen eingerichteten Pensionspläne weisen dabei eine breite Vielfalt von Zusagen auf mit unterschiedlichen Varianten von leistungsorientierten als auch beitragsorientierten Plänen.

Auch mit Blick auf die gesetzlich zulässigen Durchführungswege leistet sich Deutschland mit den Vehikeln Pensionskasse, Unterstützungskassen, Pensionsfonds, Rückversicherungen und bilanzielle Direktzusagen (Pensionsrückstellungen) eine im globalen Vergleich besonders große Bandbreite an Möglichkeiten. Entsprechend unterschiedlich sind die Wirkungen der an die Mitarbeiter gegebenen Pensionszusagen auf die unternehmerische Bilanz.

### **Einfluss der Rechnungslegungsvorschriften**

Veränderungen in der bilanziellen Wirkung haben sich seit der Einführung der internationalen Rechnungslegungsvorschriften (IFRS) insbesondere für die auf der Unternehmensbilanz ausgewiesenen Direktzusagen ergeben. Die an Marktwerten orientierte Bewertung der Pensionsverpflichtung nach IAS 19 (DBO – Defined Benefit Obligations) sowie der Ausweis der Kapitalanlagen auf Marktwertbasis haben zu einem veränderten Bilanzbild geführt. Gleichzeitig ermöglicht die neue Rechnungslegung die Saldierung der bilanziellen Pensionsverpflichtungen mit den Kapitalanlagen, die dem Zwecke der Bedienung dieser Verpflichtungen gewidmet und vor anderen Zugriffen geschützt sind (Plan Assets).

Durch die Einrichtung eines speziellen Trust Portfolios (CTA – Contractual Trust Arrangement) und der Einbringung von Kapitalanlagen lassen sich die bilanziellen Pensionsverpflichtungen in diesem Umfang verringern und so die gewünschten Bilanzverkürzungseffekte und die Verbesserung bonitätsrelevanter Eigenkapitalquoten erzielen. Die Pensionsverpflichtungen und die ultimative Erfüllungsverantwortung verbleiben jedoch nach wie vor beim Unternehmen. Das Trustportfolio bleibt wirtschaftliches Eigentum der Unternehmung. Lediglich der Zugriff und Verwendungs-

zweck der Anlagen ist auf die Erfüllung der Pensionsverbindlichkeiten, die das Unternehmen seinen Mitarbeitern gegeben hat, beschränkt.

**Wechselwirkungen zwischen der Anlagepolitik des CTA und der bilanziellen Situation des Corporate Sponsor:** Für diese treuhänderische CTA-Verwaltung stellt sich nun die Frage, inwiefern die installierte Investment- und Risikomanagementpolitik des Plan-Asset-Portfolios die bilanzielle und finanzwirtschaftliche Situation des Unternehmens beeinflussen – und entsprechend wie diese Aspekte bei der Optimierung der Kapitalanlagestrategie der Plan Assets zu beachten sind. Die Abbildung 1 skizziert hierzu die wichtigsten Wechselwirkungen zwischen der Anlagepolitik des CTAs und der finanzwirtschaftlichen Situation des Unternehmens (Corporate Sponsor).

### **Finanzwirtschaftliche Dimensionen**

Drei wesentliche finanzwirtschaftliche Dimensionen des Unternehmens werden von der Anlagepolitik des CTA Plan-Asset-Portfolios betroffen:

**Die Liquiditätssituation:** Über eine zum Teil explizit oder in den meisten Fällen implizit definierte Contributions-Strategie legt die Unternehmung fest, wann und in welcher Höhe Einzahlungen in den CTA stattfinden. Typischerweise sind hier die jährlich anfallenden Service Cost als Einzahlungen zu sehen. Wird die Aufrechterhaltung eines gewissen Mindest-Funding-Llevels angestrebt, so können die Zahlungen auch deutlich höher oder niedriger ausfallen. Insbesondere kann es bei größeren Ausgleichszahlungen oder benötigten Nachschüssen in einzelnen Jahren zu empfindlichen Cash-Outflows führen und durch den Abzug von liquiden Mitteln das

*Dr. Michael Korn, Geschäftsführer, Allianz Global Investors KAG, Frankfurt am Main, Jordy Peek, Associate Financial Engineering, und Dr. Gerhard Scheuenstuhl, Geschäftsführer, beide risklab germany GmbH, München*

*Für die Ausfinanzierung von Pensionsrückstellungen hat sich im vergangenen Jahrzehnt in Deutschland ein Marktstandard ausgeprägt. In enger Wechselwirkung zwischen einer eigens gegründeten separaten rechtlichen Einheit, dem sogenannten Contractual Trust Arrangement (CTA) und dem zugehörigen Unternehmen geht es heute um eine Optimierung der Wechselwirkungen zwischen der Kapitalanlage des CTA und der finanzwirtschaftlichen Situation des Unternehmens – etwa Liquidität, die Bilanzkennzahlen und die Erfolgsrechnung. Die Autoren skizzieren die Zusammenhänge und verweisen auf Anlagekonzepte, die vor diesem Hintergrund einen direkten Bezug zu den spezifischen Charakteristika der zugrunde liegenden Pensionsverpflichtungen herstellen. Durch eine intelligente Steuerung, so ihr Ansatz, lassen sich die Ertragsvorteile einer langfristig aggressiveren statischen Anlageausrichtung mit den Risikovorteilen einer defensiveren Strategie verbinden. (Red.)*

operative Geschäft des Corporate Sponsors negativ beeinflussen.

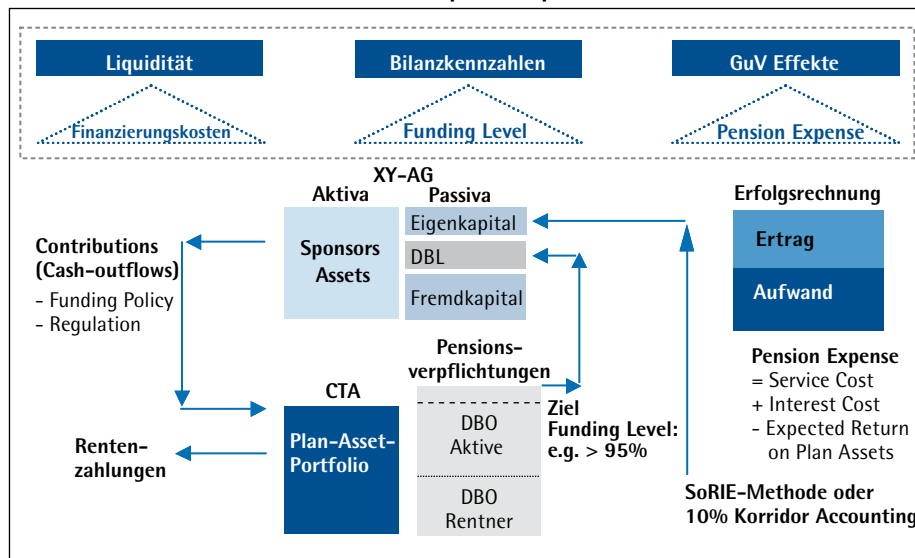
**Bonitätsrelevante Bilanzkennzahlen:** Unter IFRS lassen sich bilanzielle Pensionsverpflichtungen mit den als Plan Assets ausgewiesenen Kapitalanlagen saldieren. Neben den gewünschten Bilanzverkürzungseffekten beeinflusst die Anlagepolitik des CTA über die Amortisation von „Actuarial Gains and Losses“ auch die Eigenkapitalposition des Corporate Sponsors. Neben der Zehn-Prozent-Corridor-Methode, bei der finanzmathematische Gewinne und Verluste, die einen vorgegebenen Korridor überschreiten, zeitlich geglättet über die Erfolgsrechnung amortisiert werden, verwenden inzwischen viele Unternehmen die sogenannte SoRIE-Methode (Statement of Recognized Income and Expenses). Hier werden die im jeweiligen Geschäftsjahr entstandenen finanzmathematischen Gewinne und Verluste sofort und erfolgsneutral über das Eigenkapitalkonto amortisiert. Bei größeren Schwankungen der Zinsstrukturkurve und der damit induzierten Anpassung des Diskontfaktors können substantielle Wertveränderungen (zum Beispiel zehn Prozent der DBO) entstehen, die direkt die Eigenkapitalposition verändern.

**Die Erfolgsrechnung:** Die Pension Expense hat einen direkten Einfluss auf den Gewinn des Unternehmens. Die Pension Expense besteht aus Service Cost, Interest Cost und erwarteten Investment Income auf Plan Assets. Wenn ein Unternehmen die Corridor Methode unter IFRS-Rechnungslegung wählt, werden aktuarielle Gewinne und Verluste nach bestimmten Regeln im Gewinn angepasst. Aus Sicht der HGB-Bilanzierung sowie der Steuerbilanz existiert das CTA nicht. Für Unternehmen, die zusätzlich noch nach HGB bilanzieren, gilt es zudem, mögliche HGB-Abschreibungen auf Kapitalanlagen und Steuereffekte zu beachten.

### Ableitung einer (auch Bilanz-) optimierten Anlagepolitik des CTA

Durch die Einrichtung eines CTA werden somit weder Pensionsverpflichtungen nach außen an Dritte abgegeben noch kann sich das Unternehmen den Effekten der gewählten CTA-Investmentstrategie auf die eigene finanzwirtschaftliche Situation entziehen. Eine optimale Steuerung des Plan-Asset-Portfolios verlangt daher zwingend

**Abbildung 1: Wechselwirkungen zwischen der CTA-Anlagepolitik und der finanzwirtschaftlichen Situation des Corporate Sponsor**



eine genaue Kenntnis der bilanziellen Zusammenhänge und Wechselwirkungen und deren Berücksichtigung in der Portfolio-optimierung.

Traditionelle „Asset-only“-Betrachtungen für die Ausrichtung des Plan-Asset Portfolios greifen angesichts der identifizierten wechselseitigen Abhängigkeiten meist zu kurz und ignorieren damit einen Großteil der Risiken. Integrierte Asset-Liability-Modellierungen werden benötigt, diese komplexere Entscheidungssituation realistisch und risikogerecht abzubilden. Sie müssen zudem die finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen bei der Definition der Anlageziele und der Nebenbedingungen hinsichtlich Risikotragfähigkeit mit erfassen. LDI (Liability Driven Investment) Anlagekonzepte, die einen direkten Bezug zu den spezifischen Charakteristika der zugrunde liegenden Pensionsverpflichtungen herstellen, erfreuen sich daher in den letzten Jahren bei Corporate Sponsors stärkerer Beachtung.

Das Verständnis am Markt hinsichtlich einer LDI-Strategie ist nicht einheitlich. Im Extremfall wird damit eine vollständige Immunisierung der Pensionsverbindlichkeiten durch ein entsprechend ausgestaltetes Anlageportfolio assoziiert. In seiner allgemeineren Interpretation wird unter LDI eine an den Risikocharakteristika der Pensionsverbindlichkeiten orientierten Anlagepolitik verstanden, bei der sich der Umfang des „Liability Matchings“ und da-

mit der Grad der Immunisierung an der finanzwirtschaftlichen Situation des Corporate Sponsors orientiert sowie an der praktischen Machbarkeit einer Immunisierung – hinsichtlich der Verfügbarkeit von geeigneten (derivativen) Finanzinstrumenten sowie der damit verbundenen operativen Kosten.

Wichtig für die Ableitung einer wirkungsvollen LDI-Strategie ist ein Verständnis über die stochastischen Charakteristika der zugrunde liegenden Liabilities. Diese Pensionsverpflichtungen, ausgedrückt als Defined Benefit Obligations (DBO), ergeben sich grundsätzlich als der Wert der diskontierten erwarteten zukünftigen Rentenzahlungen. Der für die Diskontierung der Zahlungen anzusetzende Diskontfaktor wird unter IAS 19 als die Rendite eines „High Quality Corporate Bonds“ spezifiziert mit einer Fristigkeit, die den mittleren Pensionsverpflichtungen entspricht.

### Grundsätzliche Risiken der Pensionsverpflichtungen

Bereits aus dieser Definition lassen sich die grundsätzlichen Risiken der Pensionsverpflichtungen als Zinsänderungsrisiken, Inflationsänderungsrisiken, Credit-Spread-Änderungsrisiken sowie Langlebkeitsrisiken identifizieren:

**Zinsänderungsrisiken:** Der auszuweisende Markt- beziehungsweise Bilanzwert der Pensionsverpflichtungen steigt mit fal-

lendem Zinssatz (risikolose Staatsanleihen) und fällt vice versa mit steigendem Zinssatz. Mit einer Duration der Verpflichtungen von beispielsweise 15 Jahren ist der Wertänderungseffekt von Zinssatzbewegungen auf die DBO entsprechend groß, sodass Zinsänderungsrisiken die wesentliche Risikokomponente ausmachen. Unter IFRS induziert eine so gestiegene Pensionsverpflichtung finanzmathematische Verluste, die mit entsprechenden Bilanz- und GuV-Wirkungen amortisiert werden müssen.

Um das Zinsänderungsrisiko im Rahmen einer LDI-Strategie zu reduzieren, müssen die Plan Assets so ausgerichtet werden, dass Zinsänderungen auch auf der Anlage Seite eine möglichst gleiche Marktwertveränderung wie auf der Verbindlichkeitsseite hervorrufen. Hierzu kommen insbesondere lang laufende Rentenanlagen (Staatsanleihen und Unternehmensanleihen) infrage oder eine entsprechende Kombination mit Interest Rate Swaps.

**Inflationsänderungsrisiken:** Pensionszusagen sind in der Regel inflationsindexiert. Steigt die Inflation über den bisher erwarteten (und in der heutigen DBO-Bewertung unterstellten) Wert, so müssen für die Neubewertung zukünftig höhere Rentenzahlungen unterstellt werden. Dies führt aus heutiger Sicht zu höheren Pensionsverpflichtungen und verbunden mit den so gestiegenen Verbindlichkeiten ergeben sich entsprechende finanzmathematische Verluste, die amortisiert werden müssen. Um inflationsbedingte Effekte zu vermeiden,

werden in einer LDI-Strategie beispielsweise Anlageinstrumente wie Inflation Linked Bonds oder Inflation Swaps zum Einsatz kommen, die diese Effekte über die Kapitalanlage Seite kompensieren.

**Credit-Spread-Änderungsrisiken:** Die Diskontierung der Verpflichtungen mit einem an Unternehmensanleihen orientierten Diskontsatz lassen auch den „Credit Spread“ zwischen risikolosem Zinssatz (Staatsanleihen) und einer „AA Credit Rate“ zum Risikofaktor werden. Die Effekte entsprechen denen der generellen Zinsstrukturbewegung. Um das Credit-Spread-Änderungsrisiko zu minimieren sind etwa Anlagen in Unternehmensanleihen geeignet. Hierbei ist zu beachten, dass die Diskontierung der Pensionsverpflichtungen nicht vom Ausfallrisiko betroffen ist, während direkt gehaltene Anlagen in Unternehmensanleihen davon betroffen sein können. Eine zweite Schwierigkeit betrifft die Verfügbarkeit und die Liquidität von Unternehmensanleihen über eine Laufzeit von zehn Jahren hinaus. Für lang laufende Pensionsverpflichtungen müssen daher in der Regel Hedge-Portfolios über Derivate, wie Credit Default Swaps oder Credit Forwards eingesetzt werden.

**Langlebkeitsrisiken:** Die Annahmen über Lebensdauer und Sterblichkeitswahrscheinlichkeiten sind in Sterbetafeln enthalten. Die Erfahrung der letzten Jahre lehrt, dass diese Tafeln regelmäßig nach oben angepasst werden mussten, mit dem Effekt, dass auch der Wert der Pensions-

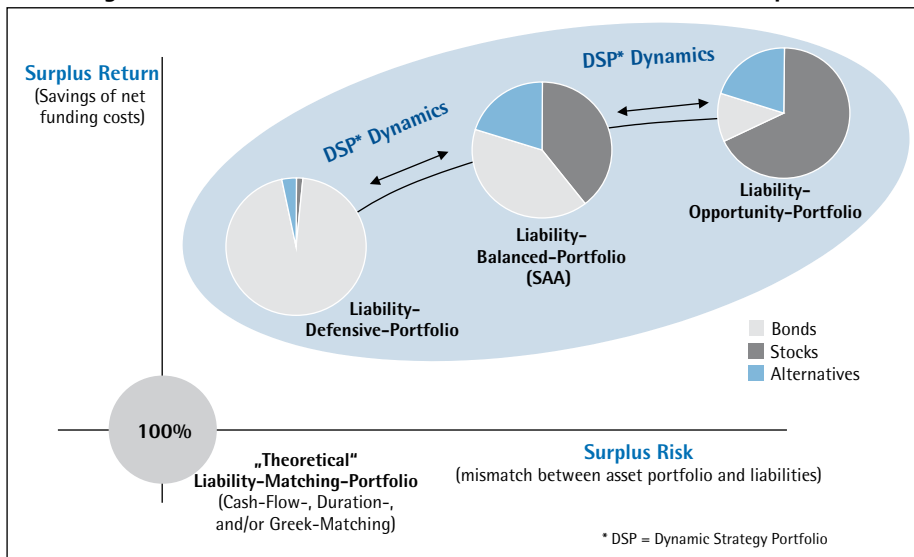
verpflichtung hierdurch regelmäßig gestiegen ist. Die Kompensation dieses Risikos auf der Kapitalanlage Seite lässt sich nur schwer bewerkstelligen. Der Markt für „Longevity Bonds“ entwickelt sich bisher nur langsam und verbleibende Basisrisiken können ausgeprägt sein.

**Individuelle Festlegung der Risikolimits**

Die finanzwirtschaftlichen Risiken, die sich aus Pensionsverpflichtungen ergeben, erfordern somit ein integriertes Risikomanagement vom Unternehmen und eine „Surplus“ orientierte Sichtweise, bei der das Verhältnis zwischen Assets und Liabilities stets direkt betrachtet wird. In der Optimierung des Anlageportfolios des CTA lassen sich dann diese Risiken explizit erfassen und zu einem großen Teil reduzieren beziehungsweise aktiv steuern. „Mismatch-Risiken“ müssen dabei bewusst eingegangen werden, das heißt, die sich gegebenenfalls daraus ergebenden (finanziellen) negativen Effekte für den Sponsor müssen quantifizierbar sein. Das Eingehen von Mismatch-Risiken ist ökonomisch nur sinnvoll, wenn damit auch die Möglichkeit verbunden ist, eine entsprechende Risikoprämie zu verdienen.

Der Sponsor sollte im Rahmen seines Risikomanagements daher die maximal tolerierbaren Verluste oder Bilanzwirkungen festlegen, die durch die CTA-Investmenttätigkeiten entstehen können; beispielsweise eine Beschränkung der Veränderung von SoRIE auf weniger als 100 Millionen Euro in einem einzelnen Jahr. Die individuelle Festlegung solcher Risikolimits hängt stark von der jeweiligen Situation des Sponsors ab. Im Portfolio-Optimierungsschritt erfolgt dann eine Übersetzung dieser Restriktionen in geeignete Anforderungen an das Rendite-Risiko-Profil des Anlageportfolios. Abbildung 2 zeigt die Darstellung einer schematischen Surplus-Effizienzlinie, die die eingegangenen (Mismatch-)Risiken in Relation zu den erwarteten Risikoprämien setzt, die dadurch verdient werden sollen. Alle in diesem Sinne risikoeffizienten Pensions-Investment-Portfolios liegen demnach auf der dargestellten Surplus-Effizienz-Linie.

Abbildung 2: (Mismatch-)Risiken in Relation zu den erwarteten Risikoprämien



**Effiziente Anlageportfolios**

Einige dieser effizienten Anlageportfolios lassen sich besonders hervorheben und charakterisieren:

**Liability-Matching-Portfolio:** Ein stark risikoaverser Investor würde eine Immunisierung seiner Verpflichtungen durch ein geeignetes Anlageportfolio anstreben. Diese extreme Verhaltensweise, bei der möglichst überhaupt keine finanzwirtschaftlichen Risiken im Pensionsbereich gehalten werden, führt zur Wahl eines „Liability Matching-Portfolios“. Diese Sichtweise findet Unterstützung durch Argumente, nach denen die Unternehmung zur Maximierung des Unternehmenswertes lediglich Risiken in ihrem operativen Kernbereich eingehen soll, da das für mögliche Finanzrisiken zu haltende Risikokapital auf der operativen Seite der Unternehmung gewinnbringender eingesetzt werden könnte.

Ein theoretisch vollständiges Liability-Matching ist in der Praxis allerdings nicht möglich, da beispielsweise für das Langlebigkeitsrisiko keine effiziente Absicherung vorhanden ist. Zur teilweisen Immunisierung finden sich verschiedene Produkte am Markt. Hierzu zählen insbesondere Pooled-LDI-Funds, mit deren Hilfe eine Immunisierung gegen Zinsrisiken (Duration-Matching) umgesetzt werden soll, bis hin zur Konstruktion eines direkten „Cash-Flow-Matching-Portfolios“. Als risikominimierende Assets werden für das Anlageportfolio insbesondere lang laufende Obligationen und Obligationen, deren Zinszahlungen an die Entwicklung der Inflation gekoppelt sind, angesehen. In diesem Zusammenhang wird LDI dann auch als „Long-Duration-Investmentstrategie“ bezeichnet.

#### **Ausgewogenes oder aggressiveres Anlageportfolio?**

Defensive, ausgewogene oder Chancen orientierte Liability-Portfolios eignen sich für Investoren, die durch das Anlageportfolio auch Erträge erzielen wollen, die über die von den Verpflichtungen geforderten Beträge hinausgehen, um so etwa die Finanzierungskosten der Verpflichtungen zu reduzieren oder um sich im Wettbewerb bessere Chancen zu verschaffen. Für diese Anlageentscheidung müssen die Vorteile aus höheren Kapitalerträgen und die Nachteile aus höheren Risiken gegeneinander abgewogen werden. Die individuelle Einstellung gegenüber Risiken beziehungsweise die Fähigkeit, diese Risiken tragen zu können, gibt sodann den Ausschlag, ob ein ausgewogenes Anlageportfolio mit moderaten Risiken oder ein aggressiveres An-

lageportfolio mit höheren Risiken aber auch mit höheren Renditeerwartungen gehalten werden soll.

**DSP-LDI-Konzept:** Nicht zuletzt sorgen die Anforderungen von Seiten der Rechnungslegung und der Aufsichtsbehörden dafür, dass eine ausreichende Überdeckung der Verpflichtungen auch kurzfristig gegeben sein muss. Der Investor verliert damit die für Pensionsverpflichtungen typische langfristige Ausrichtung und ist gefordert, auch kurzfristige Abweichungen zwischen Anlage- und Verpflichtungsseite gering zu halten. Soll eine statische strategische Anlageausrichtung für alle Marktbewegungen risikogerecht sein, muss diese in der Regel sehr defensiv sein. Dies ist entsprechend mit einem Verzicht an Ertragschancen verbunden.

#### **Dynamische LDI-Strategien**

Dynamische LDI-Strategien bieten hier eine Lösung: Je nach verfügbarem Risikobudget wird zwischen den verschiedenen Portfolios auf der in Abbildung 2 skizzierten Effizienzlinie umgeschichtet. Mit der von Risklab Germany entwickelten DSP-LDI-Strategie wird beispielsweise in Phasen geringer Risikobudgets eine Absicherung durch das Halten eines defensiveren Portfolios erreicht. Umgekehrt werden in Phasen hoher Risikobudgets entsprechende Ertragschancen durch Halten eines Portfolios mit Liability-Chance-Charakter genutzt. Durch eine intelligente Dynamik der DSP-LDI-Steuerung lassen sich die Ertragsvorteile einer langfristig aggressiveren statischen Anlageausrichtung mit den Risikovorteilen einer defensiveren Strategie verbinden.

Unter dem Blickwinkel eines verstärkt an Marktbewertungen ausgerichteten Anlage- und Risiko-Managements zeigt sich somit, dass eine integrierte Asset-Liability-Modellierung, die explizit die Wechselwirkungen zwischen Aktiv- und Passivseite sowie deren Wertveränderungen mit einbezieht, eine notwendige Erweiterung darstellt. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass kurzfristig ausgerichtete bilanzielle Rahmenbedingungen einen großen Einfluss auf die Gestaltung langfristiger Anlagepolitiken im Pensionsbereich haben, bieten dynamische LDI-Strategien ein sehr wirkungsvolles und flexibles Instrument, beide Dimensionen konsistent miteinander zu verbinden. ■■■■■