



Stern Stewart & Co.
Management Consultants

Stern Stewart Research // Volume 16

Pensionszusagen – Tickende Zeitbomben für Aktionäre und Mitarbeiter?

Wege zu ihrer Entschärfung

Stern Stewart & Co. Management Consultants

Stern Stewart & Co. unterstützt als strategischer Partner Unternehmen bei ihrer konsequenten Ausrichtung auf Wertsteigerung. Vor rund 20 Jahren von Joel M. Stern und G. Bennett Stewart III in New York gegründet, hat sich Stern Stewart & Co. zur führenden internationalen Unternehmensberatung für Wertmanagement entwickelt. Ziel von Stern Stewart & Co. ist es, nachhaltig Wert für Unternehmen zu schaffen und zu sichern. Ansatzpunkte der entwickelten Konzepte sind sowohl Strategie als auch Organisation und Unternehmenssteuerung. Die von Stern Stewart & Co. entwickelte Wertkennzahl EVA® hat sich dabei als globaler Standard etabliert. Unser integrierter Beratungsansatz sorgt dafür, dass alle Maßnahmen zur Wertsteigerung aufeinander abgestimmt werden und konsistent ineinander greifen. Weitere Informationen finden Sie unter www.sternstewart.de.

Über die Autoren

Stefan Heppelmann, CFA, ist als Vice President und Jörg Helten als Senior Consultant für das Münchner Büro von Stern Stewart & Co tätig. Die Autoren haben eine risikoadäquate Steuerung bei zahlreichen großen Finanzdienstleistern und Finanzbereichen von Industriekonglomeraten in die Praxis umgesetzt. Sie danken Nick Hudson, Senior Vice President im New Yorker Büro von Stern Stewart & Co. und Fellow der Faculty of Actuaries, Edinburgh, für seine Anregungen bei der Erstellung dieser Studie.

Kontakt

Stefan Heppelmann

sheppelmann@sternstewart.de

Jörg Helten

jhelten@sternstewart.de

Stern Stewart & Co. ist um die Zuverlässigkeit und Aktualität der angebotenen Informationen bemüht. Eine Haftung für die Richtigkeit und Aktualität dieser Studie kann jedoch trotz sorgfältiger Prüfung nicht übernommen werden.

EVA® is a registered trademark of Stern Stewart & Co., N.Y.

Executive Summary

Ein typisches DAX 30-Unternehmen hatte Ende 2003 bilanzierte Pensionsverpflichtungen von rund zehn Milliarden Euro. Die erheblichen Risiken aus solchen Pensionszusagen stehen derzeit zu Recht in der öffentlichen Diskussion, die sich jedoch auf Fragen der Rechnungslegung beschränkt, statt die grundlegenden Probleme zu lösen.

Allein das durch bilanzielle Spielräume versteckte zusätzliche Haftungsrisiko liegt für die DAX AG bei aktuell ca. 2,5 Milliarden Euro. Durch Finanzmarktrisiken kann sich dieser Betrag – selbst ohne Investition in Aktien – schnell um eine weitere Milliarde Euro erhöhen.

Unternehmen sollten sich auf ihr operatives Geschäft konzentrieren, statt Wetten auf Überrenditen an Finanzmärkten einzugehen, die für Aktionäre und Mitarbeiter keinen Cent Wertschaffung bedeuten. Ein Abwälzen der Risiken auf die Mitarbeiter (z. B. „defined contribution“-Plan) ist moralisch und ökonomisch nicht sinnvoll.

Die derzeitige Erholung der Aktienmärkte bietet die ideale Möglichkeit, die Risiken jetzt zu entschärfen: Entweder durch tatsächliche Übertragung des Risikos an eine Versicherung oder durch Absicherung und Management der Pensionszusagen mit Hilfe eines Portfolios aus festverzinslichen Wertpapieren.

Neben der Entschärfung der tickenden Bombe „Pensionszusage“ winkt Aktionären und Mitarbeitern Wertschaffung in Millionenhöhe – sei es durch eingesparte Managementfees für Aktienfonds oder Effizienzvorteile bei der Auslagerung.

Insbesondere für die Unternehmen, die jetzt handeln.

Pensionszusagen – tickende Zeitbomben für Aktionäre und Mitarbeiter?

Die im Rahmen der betrieblichen Altersvorsorge von deutschen und internationalen Unternehmen geleisteten Pensionszusagen haben in den letzten Monaten erhöhte Beachtung von Presse, Ratingagenturen und Analysten gefunden. Zu Recht wird dabei von erheblichen ökonomischen Risiken gesprochen. So weisen Ratingagenturen auf die eingeschränkte Verschuldungsflexibilität und operative Risiken hin, während sich andere Studien auf unterschiedliche Ausweismöglichkeiten der Verpflichtungen und daraus resultierende Verzerrungen im internationalen Vergleich fokussieren. Können deutsche Vorstände mit Fug und Recht behaupten, dass sie die ökonomischen Risiken aus Pensionszusagen fest im Griff haben?

Je länger Aktienkurse fallen und Gewinne schrumpfen, desto offener werden die damit verbundenen ökonomischen Risiken. Gerade nach der jüngsten Erholung der Kapitalmärkte wäre jetzt Raum zur Beseitigung der grundlegenden Schwächen. Zu viele Unternehmen konzentrieren sich jedoch derzeit noch auf rein optische Korrekturen, nämlich Ausweisgesichtspunkte und Verzerrungen im internationalen Vergleich.

Auslagerung beseitigt Risiken nicht

Betriebliche Pensionszusagen, in fetten Börsenjahren ein geschätztes Instrument zur Bilanzkosmetik, erweisen sich als Unsicherheitsfaktor von milliardenschwerem Ausmaß: Ende des Jahres 2002 standen allein in den Bilanzen deutscher Unternehmen nach Analysen der Firma Goldman Sachs rund 220 Milliarden Euro Rückstellungen für Pensionen. Der neueste Trend in der Verschönerung der Bilanzkennzahlen ist hierzulande die Auslagerung der Pensionsverpflichtungen in so genannte „Pension Trusts“. Die Risiken aus den Pensionszusagen werden dadurch jedoch nicht eliminiert, sondern bestenfalls versteckt.

Die erheblichen Risiken aus Pensionszusagen stehen derzeit zu Recht in der öffentlichen Diskussion, ...

... die sich jedoch auf Fragen der Rechnungslegung beschränkt, statt Risiken zu identifizieren und zu beseitigen.

Die Auslagerung von Pensionsverpflichtungen ist ein optisch eleganter Kunstgriff, der das Risikoprofil jedoch weitgehend unberührt lässt.

Wenn der Wert der neuen Fonds-Portfolios absinkt, müssen die Konzerne frisches Kapital nachschießen – selbst wenn der Jahresabschluss diese Verluste nicht ausweist. US-Unternehmen, bei denen Pensionsfonds, oft mit riskanten Aktien-Portfolios, seit langem gängige Praxis sind, haben die Folgen der anhaltenden Börsen-Baisse entsprechend deutlich zu spüren bekommen. Zwar mögen ihre Bilanzen glänzen, doch würde man die Pensionsverbindlichkeiten voll bilanzieren, gäbe die Kreditwürdigkeit ein trauriges Bild ab. Das vernichtende Fazit einer Studie von Stern Stewart & Co.: Die Risiken in den Pensionsplänen der meisten großen US-Unternehmen unterschieden sich nur graduell von denen beim Skandal-Pleitier Enron.

Verantwortungsvolle Unternehmenslenker sollten ihre Risiken aus Pensionsverpflichtungen genau kennen.

Trübe Aussichten aus den USA, die hiesige Konzernlenker alarmieren sollten. Nur wer die ökonomischen Folgen geleisteter Pensionszusagen rechtzeitig identifiziert und bewertet, kann Risiken aktiv steuern bzw. minimieren und so letztlich den Unternehmenswert nachhaltig sichern. Die Analyse der Pensionsverpflichtungen gehört damit zu den Kernaufgaben verantwortungsvoller Unternehmensführung.

Haftung trifft fast alle Unternehmen

Das typische DAX-Unternehmen hat bilanzielle Zusagen in Höhe von 10 Milliarden Euro.

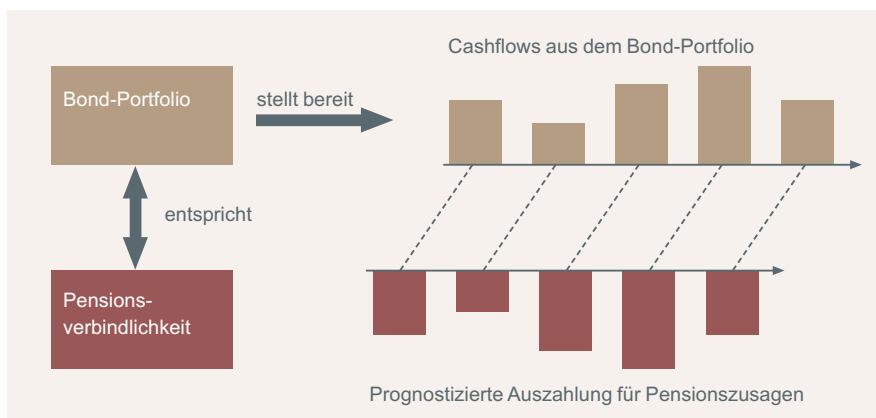
Zunächst sollten Haftungsrisiken betrachtet werden, die sich monetär gut bewerten lassen. Als Beispiel soll uns die DAX AG dienen, die in ihren Relationen einem typischen DAX 30-Unternehmen entspricht. Die DAX AG rechnet für die kommenden 30 Jahre mit Pensionszahlungen von jährlich 750 Millionen Euro. Bewertet mit einem Anlagezins von 6 %, wird diese Verbindlichkeit mit rund 10 Milliarden Euro in Bilanz oder Anhang ausgewiesen.

Risiken aus Pensionszusagen liegen beim Unternehmen, solange kein beitragsorientierter Plan gewählt wurde.

Haftungsrisiken entstehen, wenn Unternehmen ihren Mitarbeitern für die heute geleistete Arbeit künftig feste Renten garantieren. Bei einer leistungsorientierten Pensionszusage, in der Bilanzsprache „defined benefit“, verpflichtet sich ein Unternehmen, ab Renteneintritt fest definierte Beträge an den Mitarbeiter zu zahlen. Für alle Risiken, die zwischen Zusage und Auszahlung entstehen können, haftet das Unternehmen. Dagegen stehen beitragsorientierte Pensionspläne, bei denen Unternehmen zu Gunsten ihrer Mitarbeiter feste Beiträge an eine Vorsorgeeinrichtung zahlen („defined contribution“). Hier werden alle Risiken für die tatsächliche Rentenhöhe auf die Arbeitnehmer abgewälzt.

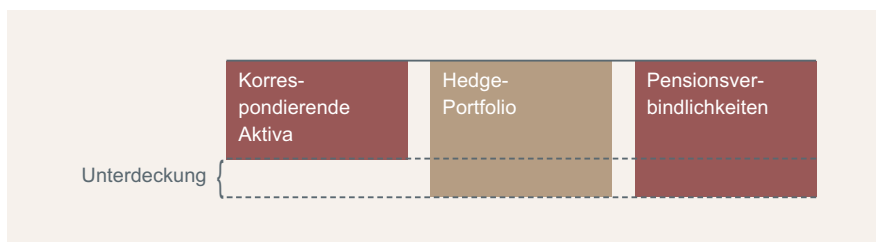
Wollte die DAX AG bei garantierten Pensionszahlungen auf Nummer Sicher gehen, müsste sie soweit wie möglich in zinslose Euro-Staatsanleihen (Zero-Bonds) eines kreditwürdigen Staates wie Deutschland investieren, so dass jedes Jahr 750 Millionen Euro fällig werden. Dieses Null-Risiko- oder Hedge-Portfolio entspricht jederzeit genau dem Wert der Verbindlichkeit, da sich Zins-, Währungs- und Kapitalanlagerisiken immer gleichmäßig auf den Wert von Vermögen und Pensionsverbindlichkeit auswirken.

Mit Hilfe eines Hedge-Portfolios lassen sich Anlage- risiken weitgehend ausschalten.



Letztendlich stellt das Hedge-Portfolio damit eine Möglichkeit dar, die Pensionsverbindlichkeiten der DAX AG marktgerecht zu bewerten. Mit der Zinsstruktur von Anfang März 2004 bewertet wäre das Haftungsrisiko im Beispielfall rund 12,5 Milliarden Euro wert – unabhängig davon, ob und in welcher Höhe das Unternehmen die Verbindlichkeiten ausweist. Für die DAX AG bedeutet dies: 2,5 Milliarden Euro nicht gedecktes Haftungsrisiko, das unter dem Schleier der Bilanzkosmetik in die Unkenntlichkeit verbannt wurde.

Für die DAX AG liegt der wahre Wert des Haftungsrisikos ca. 2,5 Milliarden Euro über den bilanzierten Pensionsrückstellungen.



Mit Hilfe des Hedge-Portfolios lassen sich die tatsächlichen ökonomischen Risiken aus Pensionszusagen schonungslos aufdecken – aber auch bewerten und letztendlich steuern. Dies gilt sowohl für das Haftungsrisiko als auch alle weiteren Risiken, die im Folgenden aufgezeigt werden.

Hohe Risiken als Unternehmensrealität

Um eine wertorientierte Steuerung der Pensionszusagen zuzulassen, müssen zunächst alle Risiken erfasst und bewertet werden. Dazu lassen sich Kennzahlen bilden, welche die tatsächlichen Risiken, die ein Unternehmen mit seinen Pensionszusagen eingeht, genau quantifizieren.

Jede Abweichung vom Hedge-Portfolio bedeutet zusätzliches Risiko aus der Pensionszusage.

Zurück zur DAX AG: Anfang März 2004 waren die Renditen für festverzinsliche Wertpapiere umso höher, je länger deren Restlaufzeit war (normale Zinsstruktur). Das Zinsniveau insgesamt war vergleichsweise niedrig, die DAX AG wird also versucht sein, vom Hedge-Portfolio abzuweichen und auch die eher kurz- und mittelfristigen Zahlungsverpflichtungen mit festverzinslichen Anlagen längerer Laufzeit zu hinterlegen. Schließlich sind doch 30 Milliarden Euro Investition in AAA-Staatsanleihen eine sichere Angelegenheit, unabhängig von deren Laufzeit. Oder?

Eine starke Übergewichtung von langen Laufzeiten erhöht die erwartete anfängliche Rendite für die DAX AG von 3,7 % (Hedge-Portfolio) auf stattliche 4,6 %. Da der Marktwert dieses Portfolios genau dem Marktwert des Hedge-Portfolios, also den Pensionsverbindlichkeiten entspricht, ist das Haftungsrisiko gedeckt. Es wäre jedoch etwas voreilig anzunehmen, dass damit kein Risiko mehr vorhanden ist: Würde sich das Zinsniveau um z. B. 0,5 Prozentpunkte über alle Laufzeiten erhöhen – dies kann durch erhöhte Inflationserwartungen leicht passieren – müsste die DAX AG über 500 Millionen Euro nachschießen, um weiterhin das Haftungsrisiko abzudecken.

In der Zeit von Januar 2004 bis März 2004 hat der Euro gegenüber dem Dollar um rund 20 % an Wert gewonnen. Hätte das Unternehmen die Hälfte seines Portfolios in US- statt Euro-Staatsanleihen investiert und das Währungsrisiko nicht abgesichert, hätte jedes Prozent Euro-Aufwertung das Haftungsrisiko um rund 100 Millionen Euro erhöht. Ohne Zweifel kann der Dollar diese Abwertung auch wieder wettmachen – solche Wetten auf künftige Devisenkurse, die auf Kosten von Aktionären und Pensionären abgeschlossen werden, erscheinen jedoch nicht nur fragwürdig, sondern vielmehr fahrlässig.

Das Beispiel zeigt, dass die DAX AG trotz Anlage in vermeintlich sicherere Finanzinstrumente erheblichen Zins- und Währungsrisiken ausgesetzt ist.

Noch riskanter, aber leider näher an der heutigen Unternehmensrealität als die Dollar-Investition, wäre eine geteilte Investition in Anleihen und Aktien. Blättert man in den Konzernabschlüssen deutscher DAX-Unternehmen, sind zweistellige Prozentzahlen für den Aktienanteil in Pensionsfonds nicht selten. Hinterlegt die DAX AG beispielsweise die Hälfte Ihres Portfolio – rund 6 Milliarden Euro – mit Aktien statt dem Hedge-Portfolio, ergibt sich aus einer Stagnation des Aktienmarktes für ein Jahr eine zusätzliche Unterdeckung von etwa 200 Millionen Euro – und das vermutlich gerade in einem wirtschaftlich schlechten Umfeld. Das jüngste Beispiel der Versicherungsbranche in den Jahren 2002 und 2003 zeigt, zu welcher explosiven Zeitbombe sich Aktieninvestitionen als Deckung künftiger Zahlungsverpflichtungen bei veränderten Kapitalmarktbedingungen entwickeln können.

Dieser Sichtweise halten Kritiker entgegen, auf lange Sicht seien das Risiko der Aktienanlage geringer und somit die höheren erwarteten Renditen Wert schaffend für Aktionäre. Schließlich müssten sie aufgrund der höheren Verzinsung heute einen geringeren Betrag zur Seite legen, um die zukünftigen Zahlungsverprechungen einlösen zu können.

An den Finanzmärkten gibt es jedoch keinen „free lunch“ – wer eine höhere Rendite will, trägt ein höheres Risiko. Eine Anlage von 100 Euro wird nicht dadurch mehr wert, dass sie von Bonds in Aktien umgeschichtet wird. Zwar sind höhere Renditen zu erwarten, die jedoch auf der anderen Seite einem höheren Risiko unterliegen. Somit wird kein Mehrwert geschaffen, sondern nur unnötig Volatilität im Ergebnis erzeugt. Es ist damit letztendlich im Interesse der Aktionäre und der Pensionäre, wenn sich das Unternehmen auf die Risiken konzentriert, die es besser beherrschen sollte als andere: das Betreiben des operativen Geschäftes. Eine Wette auf Überrenditen an den Kapitalmärkten gehört mit Sicherheit nicht dazu.

Eine Investition in Aktien birgt hohe Risiken, ohne dass nur ein Euro Mehrwert für Aktionäre oder Mitarbeiter geschaffen wird.

Engpässe drohen auch bei der Verschuldungsflexibilität

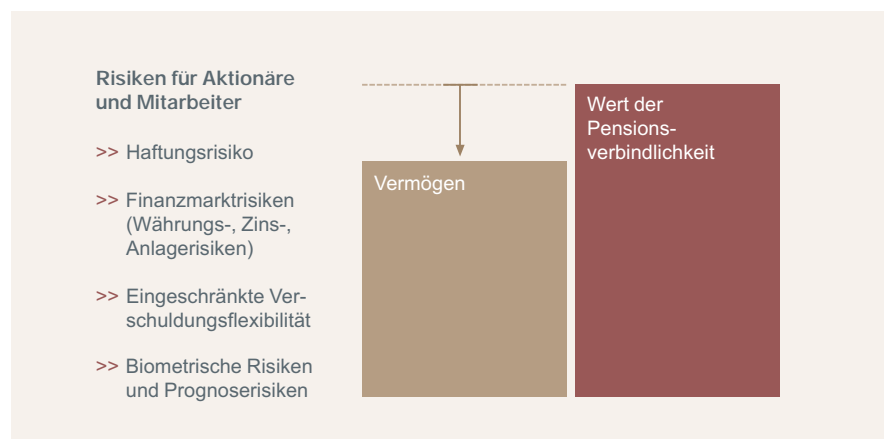
Eine Innenfinanzierung aus Pensionsverbindlichkeiten hat vergleichbare Folgen wie eine „echte“ Kreditaufnahme.

Zu den Finanzmarktrisiken und dem Haftungsrisiko treten weitere Lasten: Wird die Pensionsverbindlichkeit teilweise oder gar vollständig zur Innenfinanzierung des Anlagevermögens verwendet – und dies ist in den meisten deutschen Unternehmen der Fall – reduziert die künftige Belastung des operativen Cashflows bereits heute die finanzielle Flexibilität. Grund: Durch einen erhöhten Verschuldungsgrad ist der Spielraum zur Aufnahme weiterer Kredite beschränkt. Ratingagenturen weisen bei deutschen Unternehmen, die größtenteils auf Innenfinanzierung setzten, zwar zu Recht auf diesen Punkt hin – übersehen dabei aber unter anderem, dass eine Auslagerung der Pensionszusagen, wie bei angelsächsischen Unternehmen üblich, die Verschuldungsflexibilität ökonomisch nicht erhöht, sondern allenfalls noch weiter einschränkt.

Biometrische Risiken und die „Alterspyramide“ erhöhen den Druck, rechtzeitig für Deckung der Ansprüche zu sorgen.

Ein weiteres Risiko belastet neben den betrieblichen auch die öffentlichen Rentenkassen: Weil die Deutschen immer älter werden, verändert sich die Prognose künftiger Pensionszahlungen ständig – die Risiken steigen. Neue politische Rahmenbedingungen, etwa ein verändertes Renteneintrittsalter, könnten diese finanziellen Risiken zwar abfedern – diese sind heute aber kaum vorhersehbar, geschweige denn zu quantifizieren.

Das Beispiel der DAX AG zeigt: Die Risiken aus Pensionszusagen sind wesentlich greifbarer als in den vergangenen Diskussionen in der Öffentlichkeit wahrgenommen. Die genaue Kenntnis, Bewertung und Steuerung dieser Risiken sind Aufgabe der Unternehmensleitung und unabdingbarer Teil einer verantwortungsvollen Unternehmensführung.



Risiken auf Mitarbeiter abwälzen? Hoffentlich nicht!

Ein untauglicher Ansatz, diese Risiken zu minimieren, besteht darin, Pensionszusagen zu kürzen nach dem Motto: „Keine Pensionszusage – kein Risiko“. Schließlich können allenfalls zukünftige Zusagen verringert werden, nicht jedoch bereits gegebene Zusagen. Die zehn Milliarden Euro Pensionsverbindlichkeit würde unsere DAX AG dadurch nicht sofort los, sondern erst im Verlauf der nächsten 30 Jahre.

Darüber hinaus entsteht ein nachhaltig negativer Image-Effekt. Da die gesetzlichen Rentensysteme immer weniger den Lebensbedarf im Alter decken werden können, ist eine betriebliche Altersversorgung ein gewichtiges Argument im Wettbewerb um das beste Personal. Die Kürzung der Zusagen ist also der denkbar schlechteste Schachzug.

Etwas subtiler im Vorgehen sind Unternehmen, die von einem „defined benefit“ zu einem „defined contribution“-Plan wechseln. Sie haben die Risiken erkannt, die sich aus der Versorgungszusage ergeben und minimieren sie zu Lasten ihrer Mitarbeiter, indem sie die Risiken auf die Arbeitnehmer abwälzen.

Abgesehen davon, dass den meisten Mitarbeitern die Bedeutung dieses Vorgangs nicht bewusst ist und man daher moralische Bedenken haben könnte, ist dieser Schritt auch aus ökonomischer Sicht nicht sinnvoll. Der aufgeklärte Mitarbeiter ist weniger in der Lage und bereit, Risiken zu tragen, als das Unternehmen. Daher würde er eine höhere Zusage bzw. höhere Beiträge fordern, wenn er das Risiko selbst trägt. Dass nach den letzten Einbrüchen der Aktienmärkte Hunderttausende ihre private Altersabsicherung verloren haben, hat mit Sicherheit zu einer erhöhten Aufmerksamkeit beigetragen.

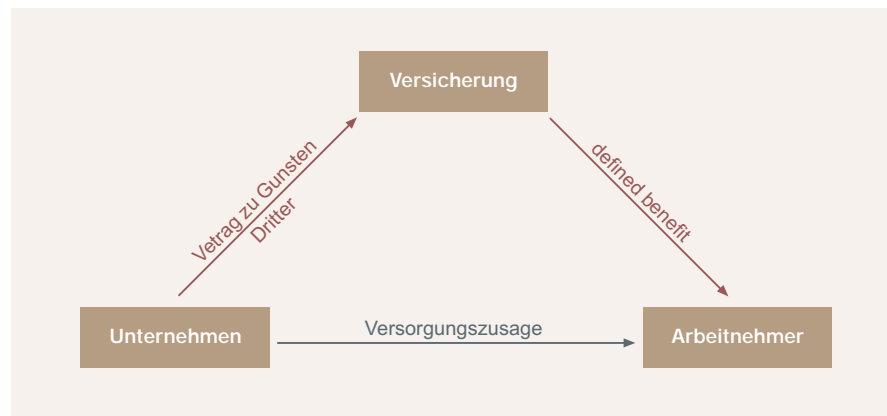
Pensionszusagen lassen sich nicht einfach „auflösen“ und werden in Zukunft an Bedeutung als Wettbewerbsvorteil gewinnen.

„Defined contribution“-Pläne wälzen die Risiken auf die Mitarbeiter ab, die jedoch weniger fähig und bereit sind, diese Risiken zu tragen.

Alternative 1: Tatsächliche Risikoauslagerung

Es gibt jedoch auch sinnvolle Möglichkeiten für die tatsächliche Auslagerung der Risiken, d. h. die Übertragung des defined-benefit-Risikos. Grundsätzlich ist das möglich, indem eine Versicherung die Ansprüche der Arbeitnehmer auf eine festgelegte Rentenleistung in der Zukunft gegen Zahlung einer Prämie übernimmt. Das Unternehmen ist damit durch Zahlung der Prämie von den Risiken befreit, während der Arbeitnehmer seinen Anspruch auf eine feste Leistung in der Zukunft behält.

Für Unternehmen bedeutet diese Risikoüberlagerung eine einmalige Kraftanstrengung, die mit einem Verkauf von Unternehmensteilen vergleichbar ist. Schließlich sollen Ansprüche in Milliardenhöhe übertragen werden. Der Arbeitnehmer hat danach einen direkten Anspruch gegen die Versicherung, während sich das Unternehmen lediglich zur jährlichen Zahlung der Prämien verpflichtet.



Erster Ausweg:
Übertragung aller Risiken
an eine Versicherung.

Das Unternehmen muss für diese Transaktion ein genaues Verständnis des ökonomischen – nicht des bilanziellen – Werts ihrer Pensionsverpflichtungen haben. Die Kenntnis der relativen Effizienzvorteile, die durch die Risikoübernahme auf Seiten der Versicherung entstehen (Skalenerträge, niedrigere Kapitalkosten und unter Umständen steuerliche Vorteile), bildet die Basis zur Aufteilung der Wertschaffung zwischen allen Beteiligten mittels der vom Unternehmen für die Höhe der Pensionszusagen zu zahlende Prämie.

Letztlich befreit sich das Unternehmen auf diese Art und Weise sofort von sämtlichen Risiken. Zudem wird das Risiko für die Mitarbeiter geringer: Einerseits sind sie nicht mehr sowohl mit Ihrem Arbeitsplatz als auch mit ihrer Altersversorgung vom selben Unternehmen abhängig (Konzentrationsrisiko), andererseits ist das Kreditrisiko solventer Versicherungen im Schnitt geringer als das von Industrieunternehmen.

Mit einem Befreiungsschlag kann Mehrwert für Aktionäre und Mitarbeiter geschaffen werden.

Alternative 2: Aktives Risikomanagement

Es kann für das Unternehmen durchaus sinnvoll sein, die Risiken aus Pensionszusagen nicht tatsächlich auszulagern, sondern selbst aktiv zu managen. So kann es mit dem Deckungsvermögen eine strategische Kasse vorhalten, die z. B. im Fall von Übernahmen schneller zu nutzen ist als eine Eigen- oder Fremdkapitalaufnahme an den Kapitalmärkten.

Zweiter Ausweg:
Quantifizierung und Management aller Risiken aus Pensionszusagen.

Zum Management der Risiken aus Pensionszusagen gehört zunächst einmal, dass das Unternehmen sie quantifizieren kann. Dazu dient das oben bereits beschriebene Hedge-Portfolio, das die Pensionsverbindlichkeiten des Unternehmens laufzeitkongruent bewertet und einen neutralen Benchmark liefert. Mit dessen Hilfe definieren Vorstand und Aufsichtsrat die maximal tragbaren Risiken, bewerten diese und legen entsprechende Richtlinien für die strategische Kapitalallokation fest.

Das Unternehmen überträgt alle Risiken und auch für die Mitarbeiter sinkt das Risiko.

Am Beispiel des Haftungsrisikos erläutert heißt das: Durch die Bewertung der Haftungsrisiken mit dem Hedge-Portfolio ist der Unternehmensleitung jederzeit bewusst, ob das Haftungsrisiko vollständig durch Vermögen gedeckt ist. Auf Basis dieser Information legt der Vorstand fest, was der maximal tolerierbare Betrag für eine Unterdeckung ist. Wie oben gezeigt, kann sich solch eine Unterdeckung schnell und gefährlich durch eingegangene Finanzmarktrisiken ausweiten. Ist die maximal tolerierbare Unterdeckung einmal definiert, kann das Unternehmen ein strategisches Benchmark-Portfolio ableiten, so dass diese Unterdeckung mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird. Die maximal tolerierbare Unterdeckung fließt gleichzeitig in die strategische Kapitalallokation des Unternehmens ein, da ein entsprechend hohes Risikokapital für Risiken aus Pensionszusagen reserviert werden muss.

Aufsichtsrat und Vorstand legen Risikolimits fest und verankern deren Controlling- und Management-Verantwortung in der Organisation.

Zusätzlich wird die Entscheidungsgewalt für das Portfolio-Management explizit in der Organisation verankert und mit den nötigen Ressourcen zur Analyse ausgestattet. Dazu dient ein Risikomonitor, der auf Basis der eingegangenen Risiken die statistisch wahrscheinliche maximale Unterdeckung mit den strategischen Vorgaben abgleicht. Dabei muss es sich stets um eine integrierte Betrachtung der Aktiv- und Passiv-Seite handeln (Asset-Liability Matching), niemals um eine isolierte Betrachtung der Anlageseite.

Die Verantwortlichen in den Bereichen Finanzen oder Treasury entscheiden dann marktnah über gegebenenfalls notwendige Anpassungen der Finanzanlagen, so dass weiterhin alle unerwünschten Risiken durch geeignete Absicherungen minimiert werden. Sobald sich neue Risiken ankündigen, können Vorstand und Aufsichtsrat damit rechtzeitig agieren. Sie steuern daher verantwortungsvoll und vorausschauend, ohne dass sich unbewusst eingegangene Risiken aus Pensionszusagen materialisieren, den Unternehmenswert beschädigen oder im schlimmsten Fall in die Insolvenz führen.

Unternehmen die jetzt handeln, heben erhebliche Wertpotenziale

Nach der Erholung an den Märkten ist jetzt Spielraum zum Handeln, bevor sich Finanzmarktrisiken materialisieren und First-Mover-Vorteile verschenkt werden.

Ratingagenturen, Analysten und Medien fordern ohnehin schon beherztes Handeln von den Entscheidern. Beide Handlungsalternativen – sowohl Risikoübertragung als auch aktives Risikomanagement – bergen daneben hohe, zusätzliche Wertpotenziale. Bei der Risikoübertragung resultiert dies vor allem aus dem effizienten Pricing bei der Übertragung der Risiken. Bei der Alternative „Risikomanagement“ reduziert der Übergang zu einer passiven Absicherungs-Strategie die Managementfees für gut bezahlte Portfoliomanager erheblich.

Eine Erholung der Aktienmärkte – wie in den letzten Monaten – bietet eine einmalige Chance, die Finanzmarktrisiken, die zum Beispiel in großen Aktienportfeuilleen zur Deckung von Pensionszusagen in den Bilanzen deutscher Großunternehmen verborgen sind, jetzt unschädlich zu machen.

Daneben gibt es einen First-Mover-Vorteil: Wer jetzt handelt, sichert sich vergleichbar günstige Preise für die am Markt nicht im Überfluss vorhandenen, festverzinslichen Staatsanleihen mittlerer und langer Laufzeit. Nachdem amerikanische Unternehmen sogar noch relative Steuervorteile aus einem Übergang von Equities in Bonds realisieren können, ist mit einer stark ansteigenden Nachfrage nach entsprechenden Finanzinstrumenten zu rechnen – mit entsprechender Auswirkung auf deren Preis.

Erfolgreiche Beispiele für die Auslagerung gibt es bereits – so hat Boots, ein britisches Unternehmen mit über 72.000 Angestellten und rund 4 Milliarden Euro Pensionsverpflichtungen, den Schritt zu einer passiven Absicherungsstrategie seiner Pensionsverpflichtungen bereits vollzogen. Dadurch wurden alle oben erläuterten Risiken auf einen Schlag auf ein Mindestmaß reduziert. Die Stabilität des Unternehmens wurde erhöht und die Sicherheit der versprochenen Pensionszahlungen stieg. Nebenbei konnten über reduzierte Managementfees Wertpotenziale im Millionenbereich gehoben werden – zur Freude des Managements, der Shareholder und der Mitarbeiter.

Erfolgreiche Umsetzungen machen die erheblichen Wertpotenziale greifbar.

Stern Stewart & Co.
Management Consultants

Salvatorplatz 4
D-80333 München
T +49.89.242071.0
F +49.89.242071.11
E info@sternstewart.de
I www.sternstewart.de

Seefeldstrasse 69
CH-8008 Zürich
T +41.43.488.36.39
F +41.43.488.35.00
E info@sternstewart.ch
I www.sternstewart.ch

