

Stefan Neuhaus

Auslagerung betrieblicher Pensionszusagen

Eine ökonomische Analyse der Motive
und Durchführungsformen



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Ziel der Untersuchung

Die E.ON AG kündigte am 10.08.2005 in einer Ad-hoc-Meldung an, im Rahmen eines sog. Contractual Trust Arrangement (CTA) liquide Mittel in Höhe von 5,4 Mrd. € auf einen externen Treuhänder zu übertragen. Die ausgelagerten Mittel sollen zur Finanzierung der inländischen Pensionszusagen dienen. Damit vollzog die E.ON AG einen Wechsel in der Finanzierung ihrer betrieblichen Pensionszusagen. Die wie bei vielen anderen deutschen Unternehmen jahrzehntelang dominierende unternehmensinterne Mittelanlage wurde durch eine unternehmensexterne Kapitalanlage abgelöst. Das Unternehmen erhofft sich von der Auslagerung eine erhöhte Transparenz der Bilanz sowie eine Stärkung der Insolvenzsicherheit der Pensionsansprüche der Versorgungsberechtigten.¹

Das Vorgehen der E.ON AG ist nur ein Beispiel für den in Deutschland seit Ende der 1990er Jahre zu beobachtenden Trend zu einer Auslagerung bestehender Pensionszusagen auf externe Versorgungsträger, der einen Paradigmenwechsel in der Finanzierung betrieblicher Pensionszusagen darstellt.² Traditionell und insbesondere seit dem Ende des zweiten Weltkriegs werden Pensionszusagen in Deutschland durch die Bildung von Pensionsrückstellungen finanziert. Bei diesem als Direktzusage bezeichneten Durchführungsweg werden die für die Finanzierung der betrieblichen Pensionszusagen notwendigen Mittel regelmäßig unternehmensintern angelegt. Derart ausgestaltete Direktzusagen bieten für die Unternehmen den Vorteil, dass die Einrichtung betrieblicher Versorgungswerke vor dem Eintritt des Versorgungsfalls beim jeweiligen Anspruchsberechtigten mit keinem Liquiditätsabfluss verbunden ist.³ Erst in der Rentenphase fließen Mittel aus dem betrieblichen Cashflow für die Versorgungszahlungen ab, so dass die Unternehmen in der Zwischenzeit mit dem angesparten Kapital wirtschaften können. Der daraus resultierende Finanzierungseffekt war ein wichtiges Instrument zur Innenfinanzierung der Unternehmen, die in der Aufbau- und Wachstumsphase nach dem zweiten Weltkrieg einen hohen Kapitalbedarf hatten.⁴ Der zunächst fehlende Liquiditätsabfluss führte dazu, dass einige Unternehmen ihren Arbeitnehmern betriebliche Pensionszusagen gewährten, ohne dass sie sich den damit verbundenen Kosten in vollem Umfang bewusst waren.⁵

In den letzten Jahren hat der Reifegrad vieler betrieblicher Pensionswerke stetig zugenommen. Neben der eingeschränkten Gewährung von Neuzusagen sind auch die

¹ Vgl. Ad-hoc-Meldung von E.ON vom 10.08.2005.

² Vgl. *Wiesner* (2007), S. 27.

³ Vgl. *Nöcker* (2001), S. 239.

⁴ Vgl. *Rupprecht* (2006), S. 201; *Schmitz* (1992), S. 407. Der aus der Gewährung von intern finanzierten Pensionszusagen verbundene Finanzierungseffekt wird auch als ein wichtiger Erklärungsfaktor für das nach dem zweiten Weltkrieg in Deutschland einsetzende „Wirtschaftswunder“ angesehen, vgl. *Gerke et al.* (2006), S. 3.

⁵ Vgl. *Kirsten* (2007), S. 33. Dieser Zustand änderte sich Anfang der 1980er Jahre, als die ersten Pensionspläne in ihre Auszahlungsphase gerieten und viele Unternehmen erstmals die mit den Pensionszusagen verbundenen Zahlungsmittelabflüsse realisierten, vgl. *Teller/Stäglich* (2004), S. 302.

demographische Entwicklung sowie der von vielen Unternehmen vorgenommene Personalabbau für diese Entwicklung verantwortlich.⁶ Mit der Zunahme des Reifegrads nimmt auch der aus der Gewährung von unternehmensintern finanzierten Pensionszusagen resultierende Finanzierungseffekt ab und kehrt sich langfristig in einen Definanzierungseffekt um. Dies führt dazu, dass der betriebliche Cashflow zunehmend durch die Rentenauszahlungen belastet wird.

Die jahrzehntelange Dominanz von unternehmensintern finanzierten Pensionszusagen in Deutschland stellt international einen Sonderfall dar. Insbesondere in angelsächsisch geprägten Ländern erfolgt die Finanzierung der betrieblichen Altersversorgungsleistungen überwiegend über externe Pensionsfonds.⁷ Die Versorgungsmittel werden dabei am Kapitalmarkt angelegt.

Mit der einsetzenden Internationalisierung der Unternehmenstätigkeit geriet der deutsche Sonderweg bei der Finanzierung von betrieblichen Pensionszusagen in den Fokus der internationalen Kapitalmärkte.⁸ In den 1990er Jahren fingen deutsche Unternehmen verstärkt an, ihren zunehmenden Kapitalbedarf unter Inanspruchnahme der internationalen Eigen- und Fremdkapitalmärkte zu decken.⁹ Damit mussten sie sich auch mit den für sie bislang ungewohnten, angelsächsisch geprägten Regeln dieser Kapitalmärkte und den Informationsanforderungen internationaler Investoren auseinander setzen. Deutsche Unternehmen mit ihren überwiegend unternehmensintern finanzierten betrieblichen Pensionszusagen hatten daher Probleme, den Investoren diesen Finanzierungsweg zu erklären.¹⁰

Die zunehmende Bedeutung internationaler Bilanzierungsregeln für deutsche Unternehmen verschärfte diese Problematik. Da die traditionelle deutsche HGB-Rechnungslegung international auf geringe Akzeptanz traf, wechselten viele Unternehmen auf die US-amerikanischen Bilanzierungsregeln US-GAAP oder auf die internationalen Bilanzierungsnormen International Financial Reporting Standards (IFRS).¹¹ Beide Rechnungslegungssysteme erlauben bei über einen externen Versorgungsträger finanzierten Pensionszusagen in der Bilanz eine Saldierung der Pensionsverpflichtung mit dem Deckungsvermögen.¹² Nur eine eventuell verbleibende Unterdeckung wird, ggf. noch vermindert durch Glättungsmechanismen, bilanziell angesetzt. Unternehmensextern finanzierte Pensionszusagen sind dagegen vollständig in der Bilanz

⁶ Vgl. *Eckert* (2007), S. 230; *Zimmermann/Schilling* (2003), S. 15.

⁷ Eine nennenswerte interne Finanzierung von Pensionszusagen findet sich außer in Deutschland nur noch in Österreich, Luxemburg und Schweden, vgl. *Rößler* (2000), S. 407.

⁸ Vgl. *Jasper/Schwinger/Delvai* (2003), S. 3.

⁹ Vgl. *Jermakowicz/Prather-Kinsey/Wulf* (2007), S. 161; *Pellens et al.* (2008a), S. 42.

¹⁰ Vgl. *Jasper/Schwinger/Delvai* (2004), S. 3; *Kirsten* (2007), S. 27; *Stöhr* (1998), S. 2233.

¹¹ Die IFRS umfassen gem. IAS 1.11 auch die bis 2001 verabschiedeten International Accounting Standards (IAS). IFRS und US-GAAP werden im Folgenden unter dem Begriff der „internationalen Rechnungslegung“ zusammengefasst.

¹² Pensionsverpflichtungen stellen den Barwert der Pensionsansprüche der Versorgungsberechtigten dar. Die aufgrund legaler Vorschriften zu bildende Rückstellung für diese Verpflichtungen wird demgegenüber als Pensionsrückstellung bezeichnet. Vgl. zur Abgrenzung beider Begriffe auch *Küting/Keßler* (2006), S. 193.

anzusetzen. Dies führt dazu, dass die Pensionsverpflichtungen deutscher Unternehmen von internationalen Investoren und Analysten häufig als ungedeckte Verpflichtungen (unfunded liabilities) interpretiert werden, da diesen keine explizit ausgewiesenen Vermögenswerte gegenüber stehen.¹³ Die unterschiedliche bilanzielle Behandlung von unternehmensintern und -extern finanzierten Pensionszusagen kann daher einen erheblichen Einfluss auf wichtige Bilanzrelationen und Analysekenntziffern haben.

Um ihre internationale Vergleichbarkeit zu verbessern, entschlossen sich Ende der 1990er Jahre die ersten deutschen Unternehmen, ihre bestehenden intern finanzierten Pensionszusagen auf einen externen Versorgungsträger auszulagern, so dass diese in der nach internationalen Rechnungslegungsnormen aufgestellten Bilanz nur noch die Nettopensionsverpflichtung ausweisen mussten. Dabei handelte es sich überwiegend um Unternehmen mit einer Zweitlistung an einer US-amerikanischen Börse, da diese den Informationsanforderungen internationaler Kapitalgeber besonders stark ausgesetzt waren.¹⁴

Das Anfang 2003 erfolgte Downgrading von mehreren deutschen Unternehmen durch die Ratingagentur Standard & Poor's (S & P) verschärfte die Diskussion über die Finanzierung von Pensionszusagen.¹⁵ Es wurde verursacht durch eine Änderung in der Methodik von Standard & Poor's bezüglich der Berücksichtigung von Pensionsverpflichtungen im Ratingprozess. Intern finanzierte Pensionszusagen wurden nunmehr als vollständig ungedeckt (unfunded) angesehen. Dies führte dazu, dass sich das Rating bei mehreren deutschen Unternehmen verschlechterte. Besonderes Aufsehen erregte der Fall des Unternehmens ThyssenKrupp, dessen Anleihen von Standard & Poor's um zwei Stufen auf BB+ herabgestuft wurden, was ihnen den Status von „junk bonds“ verlieh.¹⁶ Auch wenn die neue Vorgehensweise von Standard & Poor's in Wissenschaft und Praxis kontrovers diskutiert wurde, verstärkten viele Unternehmen daraufhin ihre Überlegungen zur Auslagerung bestehender Pensionszusagen und nahmen diese auch vor.¹⁷ Ende 2006 nutzten erstmals alle DAX-

¹³ Vgl. *Clark/Mansfield/Tickell* (2001), S. 251; *Ordeltjeide* (1998b), S. 518 f.

¹⁴ Darüber hinaus wechselten auch einige deutsche Tochtergesellschaften angelsächsischer Unternehmen wie z. B. die Deutsche Shell und Hewlett-Packard Deutschland frühzeitig auf eine unternehmensexterne Finanzierung, vgl. *Küppers/Louven* (2004), S. 337 und *Stöhr* (1998), S. 2233.

¹⁵ So berichtete das Nachrichtenmagazin „Der Spiegel“ über die Finanzierungssituation der betrieblichen Pensionszusagen deutscher Großkonzerne mit der Schlagzeile: „Spielregeln geändert – In den Bilanzen deutscher Großkonzerne tickt eine Zeitbombe: Rund 330 Milliarden Euro müssen künftig für Betriebsrenten ausgezahlt werden.“, *Martens* (2003), S. 90. Auch *Heppelmann/Helten* (2004) bezeichnen intern finanzierte Pensionszusagen als eine Zeitbombe.

¹⁶ Dies zwang viele institutionelle Anleger, die Anleihen zu verkaufen, da diese das für ihr Portfolio notwendige Mindestrating nicht mehr aufwiesen. Daraufhin sank der Kurs der größten Anleihe von ThyssenKrupp um 6 %, vgl. *Martens* (2003), S. 90. Zu den Auswirkungen der Ratingänderung bei ThyssenKrupp vgl. auch ausführlich *Gerke/Mager* (2005).

¹⁷ Vgl. *Kirsten/Schiffer* (2006), S. 681. Eine ausführliche kritische Würdigung des Vorgehens von Standard & Poor's bezüglich der Berücksichtigung von Pensionsverpflichtungen im Ratingprozess wird von *Gerke/Pellens* (2004) vorgenommen. Vgl. zu dieser Diskussion auch *Dubois-Pelerin* (2004); *Heubeck/Seeger* (2004); *Gerke/Mager/Röhrs* (2005); *Pellens/Crasselt* (2005).

Unternehmen externe Versorgungsträger, um zumindest einen Teil ihrer inländischen Pensionszusagen zu finanzieren.¹⁸

Der Gesetzgeber reagierte auf die zunehmende Nachfrage nach einer unternehmensexternen Finanzierung von Pensionszusagen, indem er im Jahr 2002 Pensionsfonds als weiteren externen Durchführungsweg der betrieblichen Altersversorgung einführte.¹⁹ Dieser wurden speziell für die Auslagerung bestehender Direktzusagen konzipiert.²⁰ Mit den Pensionsfonds sollte den Unternehmen ein international wettbewerbsfähiges Instrument zur Finanzierung von Pensionszusagen zur Verfügung gestellt werden.

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen stellen sich vier grundlegende Forschungsfragen, die im Rahmen der vorliegenden Arbeit untersucht werden sollen.

- Eine Auslagerung bestehender Pensionszusagen hat einen erheblichen Einfluss auf nach internationalen Rechnungslegungsnormen ermittelte Analysekenntzahlen. Daher wird zunächst untersucht, wie sich Rentabilitäts- und Bonitätskennzahlen durch eine Auslagerung verändern.
- Anschließend wird analysiert, welche Motive zu einer Auslagerung von unternehmensintern finanzierten Pensionszusagen führen. Da eine Auslagerung aus Sicht der Eigenkapitalgeber jedoch nur dann sinnvoll ist, wenn sie zu einer Unternehmenswertsteigerung führt, wird im zweiten Schritt der nach Frage nachgegangen, inwieweit die verschiedenen Auslagerungsmotive dieses Ziel erfüllen können.
- Die dritte Forschungsfrage betrifft den Weg der Auslagerung. In Deutschland stehen den Unternehmen dazu vier unternehmensexterne Durchführungswege zur Verfügung. Darüber hinaus existieren jedoch noch weitere Auslagerungsalternativen, wie beispielsweise die eingangs erwähnten CTA-Modelle. Die Auslagerungswege unterliegen jedoch unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen z. B. in Hinsicht auf die Vermögensanlage, den steuerlichen Folgen einer Auslagerung oder dem Insolvenzschutz. Daher wird untersucht, inwieweit die verschiedenen Auslagerungswege die mit einem Wechsel auf eine externe Finanzierung von Pensionszusagen verbundenen Motive erfüllen können.
- Abschließend soll untersucht werden, in welchem Umfang deutsche Unternehmen in den letzten Jahren bestehende Pensionszusagen auf externe Versorgungsträger übertragen haben.

¹⁸ Vgl. *Deihle/Jasper/Lux* (2008a), S. 1 und ausführlich Abschnitt 6.2.

¹⁹ Dies geschah im Rahmen des 2001 verabschiedeten Altersvermögensgesetzes, das 01.01.2002 in Kraft trat. Zuvor war eine unternehmensexterne Finanzierung von Pensionszusagen bereits über die Durchführungswege Unterstützungskasse, Pensionskasse und Direktversicherung möglich.

²⁰ Vgl. *Andresen* (2001a), S. 444; *Horlemann* (2001), S. 107.

1.2 Gang der Untersuchung

Die Untersuchung gliedert sich in sieben Kapitel. Nach dem einführenden ersten Kapitel beschäftigt sich die Arbeit im folgenden zweiten Kapitel mit einer Darstellung der institutionellen Grundlagen der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland. Nach einem kurzen Überblick über die historische Entwicklung der betrieblichen Altersversorgung werden deren rechtliche Rahmenbedingungen diskutiert. Diese sind insbesondere im 1974 erlassenen Betriebsrentengesetz (BetrAVG) kodifiziert. Das Betriebsrentengesetz wurde durch das Altersvermögensgesetz und das Alterseinkünftegesetz in wichtigen Punkten überarbeitet. Für die Durchführung der betrieblichen Altersversorgung hat der Gesetzgeber mittlerweile fünf verschiedene Durchführungswege zugelassen. Neben der unmittelbaren Versorgungszusage, die auch als Direktzusage bezeichnet wird, stehen den Arbeitgebern die mittelbaren Durchführungswege Pensionskasse, Unterstützungskasse, Direktversicherung und seit dem Jahr 2002 auch Pensionsfonds zur Verfügung. Zum Abschluss des Kapitels werden die Entwicklung des Verbreitungsgrads der betrieblichen Altersversorgung und die Bedeutung der verschiedenen Durchführungswege in der betrieblichen Praxis dargestellt. Die Situation in Deutschland wird mit den Rahmenbedingungen der betrieblichen Altersversorgung in ausgewählten europäischen Volkswirtschaften und den USA verglichen. Insbesondere wird dabei untersucht, ob die in Deutschland vorherrschende interne Finanzierung von Pensionszusagen durch Direktzusagen auch in anderen Ländern anzutreffen ist, oder ob dort eher eine Finanzierung über unternehmensexterne Versorgungsträger vorherrscht.

Im dritten Kapitel werden die Auswirkungen einer Auslagerung auf zentrale Kennzahlen zur Analyse der Rentabilität und Kapitalstruktur eines Unternehmens untersucht. Dazu werden zunächst die nach den internationalen Bilanzierungsnormen IFRS und US-GAAP maßgeblichen Regelungen zur Bilanzierung von intern und extern finanzierten Pensionszusagen dargestellt. Anschließend wird anhand eines Beispiels aufgezeigt, wie sich zentrale Analysekenzahlen durch eine Auslagerung verändern können. Neben traditionellen Analysekenzahlen werden auch Kennzahlen, die von verschiedenen Ratingagenturen zur Einschätzung der Bonität eines Unternehmens genutzt werden, in die Analyse einbezogen.

Im vierten Kapitel werden Motive, die als Argument für den Wechsel von einer unternehmensinternen auf eine unternehmensexterne Finanzierung vorgebracht werden, herausgearbeitet und einer kritischen Würdigung unterzogen. So wird untersucht, ob die durch die Auslagerung induzierten Kennzahlenverbesserungen aus Unternehmenssicht eine Bewertungsrelevanz besitzen und zu einer Wertsteigerung führen. Mitunter wird der Wechsel auf eine unternehmensexterne Finanzierung damit begründet, dass durch eine Anlage der Versorgungsmittel am Kapitalmarkt eine höhere Rendite und breitere Risikostreuung erreicht werden kann. Die Minderung von Verwaltungskosten sowie von Beiträgen an den Pensionssicherungsverein stellen weitere Motive für die Auslagerung bestehender Pensionszusagen dar.

Im fünften Kapitel werden die Möglichkeiten aufgezeigt, die unter Beachtung der gesetzlichen Rahmenbedingungen in Deutschland für eine Auslagerung von Pensionszusagen zur Verfügung stehen. Neben verschiedenen, vom Gesetzgeber jedoch eng reglementierten Möglichkeiten zur rechtlichen Enthftung von den Pensionszusagen

sowie dem Schuldbeitritt eines Dritten bietet sich dabei insbesondere ein Wechsel auf einen der vier in Deutschland zugelassenen externen Durchführungswege an. Darüber hinaus ist jedoch eine Auslagerung der Pensionszusagen unter Fortführung der Direktzusage möglich. Neben einer Wertpapierrückdeckung sowie dem Abschluss von Rückdeckungsversicherungen können dazu auch die eingangs erwähnten CTA-Modelle genutzt werden. Aufbauend auf dem dritten Kapitel wird analysiert, inwieweit die verschiedenen Auslagerungsmöglichkeiten die mit einem Wechsel auf eine unternehmensexterne Finanzierung verbunden Ziele erfüllen können.

Daran anknüpfend wird im sechsten Kapitel untersucht, in welchem Umfang die DAX-Unternehmen ihre Pensionszusagen über externe Versorgungsträger finanziert haben. Dazu werden die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2000 bis 2007 ausgewertet. Neben der Entwicklung der Pensionsverpflichtungen und des extern angesammelten Deckungsvermögens werden auch die von den Unternehmen genannten Auslagerungsmotive betrachtet. Zudem werden auch Weg und Finanzierung der Auslagerung analysiert.

Eine thesenförmige Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Arbeit und ein Ausblick auf zukünftige Entwicklungen schließen die Untersuchung in Kapitel 7 ab.