

## Die Rentnergesellschaft als Lösung für Pensionsverpflichtungen

Von Jens Denfeld und Lars Hinrichs

Bei deutschen Unternehmen bestehen Pensionsverpflichtungen von ca. 700 Mrd. Euro. Rund zwei Drittel entfallen auf Versorgungsbegünstigte, die nicht mehr für den verpflichteten Arbeitgeber tätig sind. Eine Auslagerung befreit Unternehmen von Rückstellungen und Risiken.

Nur die Hälfte der Verpflichtungen für Betriebsrentner und ausgeschiedene Mitarbeiter sind durch reserviertes Vermögen ausfinanziert. Auch für ausfinanzierte Verpflichtungen liegen alle Risiken weiterhin beim Unternehmen: Höhere Lebenserwartungen führen zu längeren Leistungszeiträumen, Inflation zu höheren Zahlungen; Zinsänderungen resultieren in Schwankungen der Pensionsrückstellungen und beeinflussen damit den Unternehmenswert – deshalb sind Pensionsverpflichtungen Hürden im M&A-Geschäft.

Die Rentnergesellschaft ist die einzige Möglichkeit, Pensionsverpflichtungen gegenüber Inaktiven schuldbefreiend zu Marktkonditionen zu übertragen (Pension Buy-out). Andere Lösungen bieten keine Enthftung, da beim abgebenden Unternehmen entweder die Verpflichtung weiter besteht und nur eine bilanzielle Saldierung erreicht wird oder eine subsidiäre Einstandspflicht verbleibt.

In den folgenden Beiträgen werden Themen vorgestellt, die für Rentnergesellschaften von großer Relevanz sind. Dazu gehören Treuhandmodelle, Asset Management sowie Governance und HR-Perspektiven. Eine Case Study gewährt einen praxisnahen Überblick. Zudem wird eine spezifische Finanzierungslösung dargestellt und zuletzt die Rentnergesellschaft in den internationalen Kontext gesetzt.

### Geburten von Rentnergesellschaften

Eine („originäre“) Rentnergesellschaft beruht auf einer umwandlungsrechtlichen Übertragung von Verpflichtungen und Assets auf eine leere Gesellschaft. Nach dem Übertragungsvorgang kann diese an einen Dritten veräußert werden. Am Markt stehen spezialisierte Dienstleister für den Erwerb, die Risikoübernahme und den Betrieb von Rentnergesellschaften bereit.

Daneben gibt es („abgeleitete“) Rentnergesellschaften, die durch die Einstellung des

operativen Geschäfts entstanden sind, sodass eine Gesellschaft zurückbleibt, die nur noch Pensionsverpflichtungen beinhaltet. Diese Gesellschaften bergen Risiken und verursachen Kosten: Jahresabschlüsse, Verwaltungskosten, Beiträge zum Träger der Insolvenzversicherung etc. – ggf. sind sie auch Bestandteil der Konzernprüfung. In solchen Fällen kann eine Liquidation Konzernstrukturen verschlanken und Kosten reduzieren.

Neben dem Schutz der Bilanz vor betriebsfremden Risiken ist eine Liquidation somit ein weiteres wichtiges Ziel. Zwar steht mit der Liquidationsversicherung ein reguliertes Produkt zur Verfügung. Jedoch liegt die Prämie dafür materiell über dem Marktwert der Verpflichtungen.

### Anforderungen für den nachhaltigen Betrieb

Für den Betrieb einer Rentnergesellschaft bestehen spezifische Anforderungen. Neben einer professionellen Rentneradministration und aktuarieller Betreuung ist das Asset Management von zentraler Bedeutung. Es gilt, ein effizientes Asset Portfolio aufzubauen und zu managen, das in allen Marktlagen Rentenzahlungen sicherstellen kann und daneben langfristig die notwendigen Kapitalerträge erwirtschaftet. Die Berechnung des benötigten Vermögens stellt hohe Ansprüche an die Modellierung.

Zudem erfordert es Sicherungssysteme, die die zweckbestimmte Verwendung der Assets garantieren. Für diese Aufgabe sind unabhängige Treuhandmodelle (CTA) geeignet.

Letztlich ist strukturell sicherzustellen, dass die Interessen der Versorgungsbegünstigten und der Betreiber nicht gegenläufig sind. Eine Entnahme von Vermögen durch die Gesellschafter einer Rentnergesellschaft darf nur erfolgen, soweit jederzeit die langfristige, auch für adverse Szenarien ausreichende Vermögensausstattung aufrechterhalten bleibt.

### Auslagerungsprojekte sind anspruchsvoll

Projekte zur Implementierung einer Rentnergesellschaft sind komplex und beanspruchen mindestens sechs Monate. Sie sollten von spezialisierten Beratern begleitet werden – denn Fehler können nicht nur den nachhaltigen Betrieb der Rentnergesellschaft gefährden, sondern Nachhaftungssachverhalte, Schadensersatzansprüche und Reputationsrisiken begründen.

Ein Auslagerungsprojekt besteht in der Regel aus folgenden Schritten:

1. Voranalyse zur Eignung einer Rentnergesellschaft
2. Analyse der Rechtsgrundlagen sowie der betreffenden Personaldaten
3. Ermittlung des Cashflows der Versorgungsleistungen
4. Ausschreibung und Wahl des Betreibers
5. Detailkonzeption und Verhandlung mit dem Betreiber
6. Rechtliche Beurteilung und Dokumentation der hinreichenden Kapitalausstattung der Rentnergesellschaft
7. Umwandlungsrechtliche Übertragung der Pensionsverpflichtungen
8. Übertragung der Anteile der Rentnergesellschaft auf den Betreiber
9. Übergang der Rentnerverwaltung

Der geringste Preis für die Auslagerung in Form der niedrigsten Vermögensanforderung stellt nicht das beste Angebot dar, da eine unterfinanzierte Rentnergesellschaft zahlreiche Risiken für das abgebende Unternehmen beinhaltet.

### Bilanzielle Behandlung der Auslagerung

Um eine Ausbuchung der Pensionsrückstellungen zu erreichen, müssen einige Kriterien erfüllt sein. Im internationalen Bilanzansatz (IFRS) sind beim abgebenden Unternehmen verbleibende Garantien oder Risiken Hemmnisse für eine Ausbuchung. Unter HGB kann die Rentnergesellschaft als Zweckgesellschaft klassifiziert werden, sodass für eine Ausbuchung verbleibende Chancen und Risiken kritisch sind.

### Impressum

Verlag: Reif Verlag GmbH · Alfred-Jost-Straße 11 · 69124 Heidelberg  
Peter Reif · peter.reif@reifverlag.de · www.manager-wissen.com

Redaktion: Christian Deutsch · info@deutsch-werkstatt.de  
Regina Gödde, E-Mail: regina.goedde@reifverlag.de  
Layout: metropolmedia · 69245 Bammental  
Druck: ColorDruck Solutions · 69181 Leimen



## Rechtliche Schlaglichter auf die Rentnergesellschaft

Aufsatz und Betrieb der Rentnergesellschaft sind nicht gesondert reguliert. Das Setup der Rentnergesellschaft beurteilt sich hinsichtlich der Pensionsverpflichtungen aus den bAV-Zusagen und nach dem Betriebsrentengesetz (BetrAVG) und bezüglich der umwandlungsrechtlich wirkenden Übertragung der Pensionsverpflichtungen nach dem Umwandlungsgesetz (UmwG). Die konkrete umwandlungsrechtliche Übertragung (Ausgliederung oder Abspaltung) hat wiederum Einfluss auf die steuerliche Behandlung, die in den §§ 4 und 5 Einkommensteuergesetz (EStG) geregelt ist.

### Rechtssicheres Konzept

Zentral für den sachgerechten und rechtssicheren Aufsatz der Rentnergesellschaft ist bisher das sog. Rentnergesellschaft-Urteil des Bundesarbeitsgerichts (BAG) vom 11.03.2008 (3 AZR 358/06). Hier stellte das BAG Rechtssätze zu den Anforderungen an die Kapitalausstattung der Rentnergesellschaft zur Sicherstellung der Ausfinanzierung der Pensionsverpflichtungen auf. Der versorgungspflichtige Arbeitgeber hat danach aufgrund seiner arbeitsvertraglichen Nebenpflicht die Rentnergesellschaft so auszustatten, dass sie bei realistischer betriebswirtschaftlicher Betrachtung die übertragenen Pensionsverpflichtungen über den gesamten Leistungszeitraum erfüllen kann. Die vom BAG geforderte Leistungsfähigkeit bezieht sich explizit auch auf die Rentenanpassungen nach § 16 Abs. 1 und 2 BetrAVG. Eine mangelhafte Kapitalausstattung kann nach der Rechtsprechung des BAG Schadensersatzansprüche des einzelnen Versorgungsbegünstigten gegen den ehemaligen Arbeitgeber auslösen. Entscheidend für die Ermittlung einer ausreichenden Vermögensausstattung sind laut BAG die Annahmen zur Lebenserwartung, der Rechnungszins und die Inflation, die auf die gesetzlich vorgesehenen Rentenanpassungen wirkt.

Für alle drei Annahmen hat das BAG Richtgrößen verlaublich, die in Anbetracht der sich seit 2008 geänderten Rahmenbedingungen in jedem Fall neu bewertet werden müssen. In der Essenz bleibt die Forderung, den Vermögensbedarf einer Rentnergesellschaft unter vorsichtigen Annahmen so zu bestimmen, dass eine langfristige und nachhaltige Finanzierung – auch unter adversen Szenarien – sichergestellt ist. Dies ist für jedes einzelne Mandat individuell zu prüfen und umzusetzen.

### Spaltung von Pensionsverpflichtungen

Eine originäre Rentnergesellschaft entsteht durch eine Abspaltung bzw. Ausgliederung von Pensionsverpflichtungen und Vermögen auf eine Vorrats-Gesellschaft. Die beiden umwandlungsrechtlichen Varianten unterscheiden sich

u. a. hinsichtlich ihrer steuerlichen Wirkung mit Blick auf § 4f EStG. Es ist zu beachten, dass eine Ausgliederung auf der Seite der Rentnergesellschaft zu steuerlichem Aufwand nach § 5 Abs. 7 EStG führen kann, der für die erforderliche Kapitalausstattung berücksichtigt werden muss.

Bei der zeitlichen und wirtschaftlichen Planung ist die zehnjährige umwandlungsrechtliche Nachhaftung des abgebenden Unternehmens auf die in diesem sog. Nachhaftungszeitraum fällig werdenden Leistungen nach Maßgabe des § 133 Abs. 3 Satz 3 UmwG zu beachten. Für diesen Zeitraum bleibt das abgebende Unternehmen unabdingbar für die Versorgungsleistungen haftbar. In der Praxis ergibt sich hieraus die Forderung nach einer entsprechenden Sicherheitsstruktur, die die Nachhaftung faktisch ausschließt. Zudem ist gemäß IFRS für diesen Zeitraum eine Abgeltung der Pensionsverpflichtung diskutabel. Das alles gilt nicht bei einer abgeleiteten Rentnergesellschaft.

### Implementierung einer Sicherungsstruktur

Obwohl vom BAG nicht explizit gefordert, besteht Einigung darüber, dass die zweckbestimmte Verwendung des Vermögens langfristig durch ein CTA sichergestellt werden sollte.

Da häufig auf der Seite des abgebenden Unternehmens bereits Vermögen für Pensionsverpflichtungen in einem CTA reserviert wurde, muss für den Transfer eine gleichwertige Sicherung auf der Ebene der Rentnergesellschaft durch ein entsprechendes Gutachten nachgewiesen werden.

### Anforderungen an die Vertragsgestaltung

Neben dem umwandlungsrechtlichen Übertragungsvorgang wird der anschließende Share-Deal als Übertragung der Gesellschaftsanteile an der Rentnergesellschaft an den Betreiber gestaltet. Zwei zentrale Aspekte sind zu beachten: Inkonsistenzen zwischen dem Spaltungsvertrag und dem Kaufvertrag zur Übertragung der Gesellschaftsanteile (SPA) sind auszuschließen. Zudem müssen alle Anforderungen und Sicherheitsstrukturen, auf die sich das abgebende Unternehmen und der künftige Betreiber geeinigt haben, dezidiert im SPA beschrieben werden. Ohne Regulierung muss der SPA die notwendige Governance adäquat regeln.

Die beschriebenen Elemente stellen sicher, dass eine Insolvenz der Rentnergesellschaft dauerhaft möglichst unwahrscheinlich ist. Nichtsdestotrotz kann es unter extrem adversen Szenarien zu einer (unverschuldeten) Insolvenz kommen.

### Insolvenzschutz bei einer Rentnergesellschaft

Die auf die Rentnergesellschaft übertragenen und als bAV-Zusagen nach Maßgabe des BetrAVG zu qualifizierenden Pensionsverpflichtungen unterliegen dem gesetzlichen Insolvenzschutz gemäß §§ 7 ff. BetrAVG. Im Sicherungsfall haftet der Träger der Insolvenzversicherung (Pensionsversicherungsverein a.G., PSV)

für die Ansprüche der Versorgungsbegünstigten. Bei der Insolvenz einer Rentnergesellschaft ist eine Prüfung des PSV zu erwarten, ob das abgebende Unternehmen die Kapitalausstattung im Sinne der BAG-Rechtsprechung vorgenommen hat und ob sich Schadensersatzansprüche ableiten lassen.

Darüber hinaus sind (nicht garantierte) Rentnerhöhungen sowie Versorgungsanteile über der Sicherungshöchstgrenze nicht durch den PSV gesichert. Für diese Bestandteile der Verpflichtung sollte im Treuhandvertrag eine prioritäre Sicherung vereinbart sein, so dass in der Insolvenz ausreichend Mittel zur Zahlung durch den Treuhänder vorhanden sind – das BAG hat hierzu entschieden (Urt. v. 22.09.2020, 3 AZR 303/18), dass der PSV auf dieses, die nicht PSV-gesicherten Pensionsverpflichtungen abdeckende Treuhandvermögen, keinen Zugriff hat. Sollte beim einzelnen Versorgungsberechtigten ein Schaden infolge der Insolvenz auftreten, könnte der ihn veranlassen, Schadensersatzansprüche beim ehemaligen Arbeitgeber im Sinne des BAG-Urteils von 2008 geltend zu machen.

### Fazit

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass eine sorgfältige und sachgerechte rechtliche Begleitung der Implementierung einer Rentnergesellschaft nachhaltiger macht und im Insolvenzfall Risiken minimiert.

Seit 2019 ist eine stetige Zunahme an umgesetzten Fällen zu beobachten. Alles spricht dafür, dass die Rentnergesellschaft bei der Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen und damit der langfristigen Stärkung der bAV in Deutschland noch eine sehr wichtige Rolle spielen wird.

### Die Autoren



**Jens Denfeld** ist Senior Manager im Bereich Human Capital bei Deloitte. Er beschäftigt sich seit über 20 Jahren mit betrieblicher Altersversorgung und ist Spezialist für Pension De-Risking und Rentnergesellschaften.



**Dr. Lars Hinrichs** ist Partner und Rechtsanwalt/Fachanwalt für Arbeitsrecht bei Deloitte. Er berät mit seinem Team u.a. nationale und internationale Arbeitgeber arbeitsrechtlich zu allen Fragen der betrieblichen Altersversorgung sowie zur Übertragung von Versorgungsverpflichtungen auf Rentnergesellschaften.

# CTA-Sicherung in Rentner- gesellschaften

Von Andre Brunner und David Nießner

**Rentnergesellschaften bündeln Pensionsverpflichtungen ehemaliger Mitarbeiter und das zu deren Finanzierung vorgesehene Vermögen. Wird eine solche Gesellschaft auf einen professionellen Betreiber von Rentnergesellschaften übertragen, steht für das abgebende Unternehmen vor allem eines im Mittelpunkt: die langfristige und verlässliche Sicherung dieses Vermögens.**

Zur Absicherung von Pensionsverpflichtungen gegen Insolvenz haben sich Treuhandmodelle (Contractual Trust Arrangements, CTAs) in vielen Unternehmen bereits als wirksames Instrument etabliert. Für Rentnergesellschaften bieten sie starke Governance-Strukturen, indem der Treuhänder als neutraler Dritter über die zweckgebundene Verwendung des Vermögens wacht. Daneben erhöhen sie nicht nur die Insolvenzsicherheit, sondern bieten auch bilanzielle Vorteile.

Unternehmen, die Pensionsverpflichtungen mittels einer Rentnergesellschaft ausfinanzieren, profitieren durch Einbindung einer Treuhand von einer professionellen Verwaltung des Vermögens und einer nachhaltigen Sicherung ihrer ehemaligen Verpflichtungen.

## Was ist ein CTA?

Ein CTA dient der zweckgebundenen Verwaltung von Vermögen zur Absicherung betrieblicher Versorgungszusagen. In der Praxis hat sich die Konstruktion als sogenanntes doppelseitiges Treuhandmodell durchgesetzt.

Im Rahmen der **Verwaltungstreuhand** legt der Treuhänder die übertragenen Mittel bei einem Asset Manager ausschließlich zum Zweck der Finanzierung der Pensionsverpflichtungen an. Dieser verwaltet das Vermögen gemäß den zwischen Treugeber und Treuhänder vereinbarten Anlagerichtlinien.

Ergänzt wird dies durch die **Sicherungstreuhand**: Durch die Ausgestaltung des Treuhandvertrags als Vertrag zugunsten Dritter erhält der Versorgungsberechtigte im Insolvenzfall einen eigenen, insolvenzfesten Anspruch gegenüber dem Treuhänder. Die Treuhand übernimmt in diesem Fall darüber hinaus die Abwicklung der Versorgungsansprüche – und stellt so sicher, dass Versorgungsberechtigte ihre Leistungen zuverlässig erhalten.

## Warum (externe Gruppen-)Treuhand bei Rentnergesellschaften?

Der Einsatz einer doppelseitigen Treuhandkonstruktion bei Rentnergesellschaften ist neben insolvenzrechtlichen und bilanziellen Aspekten vor allem auch aus Governance-Gesichtspunkten unverzichtbar.

Rentnergesellschaften stehen vor besonderen Herausforderungen, da sie ausschließlich Pensionsverpflichtungen verwalten und keine

operative Geschäftstätigkeit ausüben. Die Einbindung eines CTA bietet hier entscheidende Vorteile:

- › **Erweiterter Insolvenzschutz:** Die Begünstigten erhalten im Insolvenzfall einen eigenständigen Anspruch gegen den Treuhänder. Dadurch bleibt die Versorgung auch im Insolvenzfall gesichert. Dies betrifft insbesondere die Teile der Versorgung, die nicht durch den PSV gesichert werden (siehe Seite 2).
- › **Zweckbindung des Vermögens:** Das Treuhandvermögen kann nur für den vertraglich vereinbarten Zweck verwendet werden und ist vor Zugriffen Dritter geschützt.
- › **Erhalt der Planvermögenseigenschaft:** Bei entsprechender Ausgestaltung bleibt bisher als Planvermögen gem. IFRS qualifiziertes Vermögen bilanziell als solches erhalten - Aktiva und Passiva können beim abgebenden Unternehmen während des Zeitraums der gesamtschuldnerischen Haftung weiterhin saldiert werden.

## Welche Besonderheiten sind zu berücksichtigen?

Die Einrichtung eines CTA für Rentnergesellschaften erfordert einige zentrale Weichenstellungen:

### 1. Unabhängigkeit des Treuhänders

Wird ein unabhängiger Gruppentreuhänder gewählt, entstehen klare funktionale Trennungen:

- › Die Rentnergesellschaft bleibt Schuldner der Verpflichtungen.

- › Der Treuhänder wacht über das Vermögen und dessen zweckgebundene Verwendung. Dies schafft eine transparente Governance mit eindeutig definierten Verantwortlichkeiten – essenziell für eine belastbare Struktur in der Langfristverwaltung.

### 2. Gleichwertige Übertragung bestehender Lösungen

Oftmals besteht beim abgebenden Unternehmen bereits ein CTA, welches im Zuge einer Übertragung auf eine Rentnergesellschaft abgelöst oder übertragen werden muss. Dafür muss eine gleichwertige Insolvenzsicherung sichergestellt und bestätigt werden (siehe Seite 6).

### 3. Erstattung von Leistungen und Entnahme von Kosten

Wird das gesamte Vermögen der Rentnergesellschaft in das CTA eingebracht, muss sichergestellt werden, dass dennoch ausreichend

Die Allianz Treuhand GmbH sichert Verpflichtungen aus der betrieblichen Altersversorgung sowie Wertkonten und Altersteilzeitvereinbarungen und betreut über 450 Treugeber mit einem Vermögen von rund 12 Mrd. EUR.

Liquidität bereitsteht, um laufende Leistungen rechtzeitig zu bezahlen. Hierfür sind im Treuhandvertrag besondere Regelungen zur Erstattung vorzusehen. Zudem ist darauf zu achten, dass das Treuhandvermögen weiterhin die Anforderungen an Planvermögen erfüllen sollte.

Durch eine sorgfältige vertragliche Gestaltung sollte außerdem sichergestellt werden, dass auch die Entnahme von Kosten und Gebühren für die Verwaltung der Rentnergesellschaft aus dem Treuhandvermögen möglich ist.

## 4. Entnahmeregelungen bei Überdeckung

Für den Fall eines überdeckten CTA (d. h. Treuhandvermögen übersteigt Pensionsverpflichtungen) sollten im Einklang mit den Rechnungslegungsvorschriften klare Kriterien zur Entnahme von Vermögen aus der Treuhand definiert werden.

Da für Rentnergesellschaften üblicherweise keine Nachdotierungen vorgesehen sind, sollten spezielle Regelungen für die Rückübertragung von Treuhandvermögen festgelegt werden, z.B. erst bei Überschreiten einer Bedeckungsquote von 130 Prozent nach IFRS.

## Fazit

Ein CTA wirkt für Rentnergesellschaften wie ein Schutzschirm: Es stärkt die Insolvenzsicherheit, schützt das Vermögen vor Fehlverwendung und erfüllt bei richtiger Ausgestaltung die bilanzielle Planvermögenseigenschaft. Klare Governance-Strukturen, ein unabhängiger Treuhänder sowie durchdachte Entnahme und Erstattungsregeln sichern die langfristige Finanzierung der Pensionsverpflichtungen zuverlässig ab.

## Die Autoren



**Andre Brunner** ist Geschäftsführer der Allianz Treuhand GmbH, der überbetrieblichen CTA-Lösung der Allianz.



**David Nießner** ist Prokurist der Allianz Treuhand GmbH.

# Wie sicher ist sicher? – Sicherheit benötigt Kapital und ein Modell

Von Verena Pickhardt

Die zentrale Frage bei der Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen mittels einer Rentnergesellschaft (Pension Buy-out) ist die Bestimmung einer angemessenen Vermögensausstattung. Das initiale Vermögen der Rentnergesellschaft muss die Verpflichtungen gegenüber den Leistungsempfängern mit hoher Sicherheit über die Zeit bedienen können. Ein Kapitalanlagemodell muss in der Modellierung der Vermögenswerte und Verpflichtungen daher auf langfristige Stabilität, Robustheit und die zuverlässige Erfüllung der Pensionsverpflichtungen ausgerichtet sein. Die Annahmen und der Mechanismus der Modellierung sind dabei transparent zu machen. Dies ist entscheidend für die vertrauensvolle Zusammenarbeit und bei den Verhandlungen zwischen dem abgebenden Unternehmen und aufnehmenden Betreiber.

Die bewährte Investmentarchitektur von Swiss Life Asset Managers in Verbindung mit einem tief verankerten, versicherungstechnisch geprägten Anlageverständnis sowie modernen quantitativen Optimierungsverfahren wird diesen Anforderungen gerecht.

## Gemeinsame und konsistente Modellierung der Vermögenswerte und Verpflichtungen

Im Zentrum einer idealtypischen Modellierung steht ein mehrstufiger, systematischer Prozess, der sicherstellt, dass Kapitalstrukturen, Liquiditätsflüsse und Verpflichtungsprofile langfristig im Gleichgewicht bleiben. Das beginnt mit einer präzisen Bestimmung des Anlageuniversums, das sowohl liquide als auch illiquide Anlageklassen umfasst und auf das spezifische Cashflow-Profil der Verpflichtungsstrukturen einer Rentnergesellschaft abgestimmt ist. Der klassische Asset Liability Management-Ansatz reicht für eine dynamische Verpflichtungsstruktur nicht aus. Effizient ist hingegen die Ermittlung eines dynamischen Allokationspfades, der ausgehend vom letzten Leistungsempfänger der Rentnergesellschaft (z.B. t+80 Jahre) zielgenau rückwärts in jeder Periode die optimale Kombination aus Liquidität, Ertrag und Stabilität bestimmt.

## Vermögensallokation

Der regelmäßig sehr lange Horizont einer Rentnergesellschaft von typischerweise 50 bis 80 Jahren erlaubt die Konstruktion eines diversifizierten Anlageportfolios. Zentrale Eingangsgrößen sind dabei konservative, aber realistische Kapitalmarktannahmen zu Renditen, Volatilitäten und Korrelationen sowie explizite Portfoliorestriktionen. Insbesondere für illiquide Assets sind solche Restriktionen wesentlich, um mit hoher Wahrscheinlichkeit die periodengerechte Bedienung der zukünftigen Cashflows sicherzustellen.

Eine optimale Portfoliostuktur beinhaltet folgende Elemente:

- Grundbaustein des Anlageportfolios sind Staatsanleihen. Diese sind zur Risikosteuerung sowie zur Stabilität und Liquidität des Portfolios essenziell.

- Zur Generierung attraktiver, langfristiger Renditen werden zusätzliche Anlageklassen, wie Unternehmensanleihen und Aktien, eingesetzt.
- Die Zunahme von illiquiden Anlageklassen ermöglicht die systematische Vereinnahmung von Illiquiditätsprämien.

Kurzfristige Schwankungen als auch langfristige Trends an den Kapitalmärkten können durch die Portfoliostruktur entsprechend berücksichtigt werden. Ergänzt wird dies durch aktives Portfoliomanagement und klare Governance-Strukturen.

## Risiko- und Stressmodellierung

Die genaue Betrachtung von Risiken, insbesondere von Stressszenarien, sollte zentraler Bestandteil jeder Anlagestrategie sein. Der langfristige Charakter einer Rentnergesellschaft verstärkt diese Bedeutung zusätzlich. Eine robuste Modellierung darf sich nicht auf die ersten Jahre einer Rentnergesellschaft beschränken, da in der Nachhaftungsphase der ersten zehn Jahre typischerweise nur rund die Hälfte des eingebrachten Vermögens benötigt wird. Die relevanten Ausfallrisiken entstehen erst später.

Bei der Stressmodellierung müssen auf der Vermögensseite insbesondere Markt- und Inflationsrisiken und auf der Verbindlichkeitsseite sowohl Inflations- als auch biometrische Risiken berücksichtigt werden. Essenziell ist die Strategieentwicklung unter historischen und synthetischen Krisenszenarien, beispielsweise Dotcom-Krise oder Covid-19, sowie unter Inflations- und biometrischen Stressszenarien, z. B. Abweichungen in Langlebigkeit oder Invaliditätsentwicklungen.

## Liquiditätsmanagement und Cashflow Stabilität

Ein adäquates Kapitalanlagenmodell optimiert unter Verwendung der o. g. Variablen viele mögliche Marktverläufe und unterstützt damit optimal das Liquiditätsmanagement. Durch eine breite Aufstellung der liquiden und illiquiden Anlagen kann die Rentnergesellschaft ihre laufenden Cashflows zuverlässig bedie-

nen und gleichzeitig attraktive risikoadjustierte Renditen erzielen. Die in den ersten Jahren entsprechend aufgebauten Reserven innerhalb der Rentnergesellschaft ermöglichen es, die Kapitalanlageallokation fortan risikofreier zu gestalten bzw. auf sich materialisierende Risiken zu reagieren. Ziel muss es sein, entsprechend des steigenden Deckungsgrades (Verhältnis zwischen Vermögen und Verpflichtungen), die Vermögensanlage zunehmend so liquide aufzustellen, dass das Portfolio gegen Marktschwankungen immer unempfindlicher reagiert und eine sehr robuste Cashflow Stabilität bis zur letzten Rentenzahlung entsteht. In unterdurchschnittlichen Renditepfaden alloriert das Kapitalanlagemodell zeitlich länger in chancen- und risikoreichere Vermögenswerte und nimmt das De-Risking später vor.

## Notwendige Kapitalausstattung

Bei Pension Buy-outs besteht der Trade-off zwischen der Ausfallwahrscheinlichkeit der Rentnergesellschaft und der initialen Kapitalausstattung. Je höher die Kapitalausstattung der Rentnergesellschaft zu Beginn ist, desto geringer ist die Ausfallwahrscheinlichkeit. Im Rahmen der Modellierung ist festzustellen, dass in schlechteren Szenarien die Ausfallwahrscheinlichkeit übermäßig ansteigt. Ein gutes Kapitalanlagemodell erlaubt es, die notwendige initiale Kapitalausstattung zu justieren und damit die Diskussion zwischen dem abgebenden Unternehmen und dem Betreiber auf eine solide Basis zu stellen. In dem Ziel, die Rentnergesellschaft sicher und nachhaltig aufzustellen, sollte Interessengleichheit zwischen dem abgebenden Unternehmen und dem Betreiber bestehen.

## Ergebnis

Pension Buy-outs variieren hinsichtlich Volumina der Verpflichtungen, Art der Zusagen und Struktur der eingebrachten Assets. Diese Vielfalt macht flexible, passgenaue Modellierungsansätze erforderlich.

Für die Bestimmung des optimalen Finanzierungsbedarfs ist daher eine zielgerichtete, adaptierbare Modellierung entscheidend. Unternehmen sollten Angebote sorgfältig prüfen, um weder überhöhte Kosten noch unnötige Risiken zu tragen.

Der von Swiss Life Asset Managers verfolgte Ansatz schafft genau diese notwendige Transparenz und Anpassungsfähigkeit.

## Die Autorin



Verena Pickhardt ist Head of Sales & Marketing bei Swiss Life Asset Managers in Deutschland, einem der führenden pan-europäischen Asset-Manager mit Fokus auf langfristige, stabile Anlage-lösungen.

# Der entscheidende Faktor im Buy-out: Zufriedene Rentner

Von Hanne Borst und Johannes Heiniz

Ein Pension Buy-out ist für Unternehmen insbesondere dann nachhaltig erfolgreich, wenn die Rentner den Übergang als sicher, professionell und vertrauenswürdig erleben. Der Beitrag zeigt, dass ein integrierter Serviceansatz, klare und transparente Kommunikation und eine verlässliche Governance die Zufriedenheit der Rentner sicherstellen und somit Reputationsrisiken für Unternehmen minimieren können.

Für Unternehmen, die einen Pension Buy-out in Betracht ziehen, steht nicht nur die bilanzielle und rechtliche Entlastung im Vordergrund. Mindestens ebenso wichtig ist die Zufriedenheit der Rentner, denn sie prägt das Bild des Unternehmens nach außen wie nach innen. Wer seine ehemaligen Mitarbeitenden im Ruhestand gut betreut weiß, vermeidet Reputationsrisiken und zeigt Verantwortung über das aktive Arbeitsverhältnis hinaus.

## Rechtliche Stabilität als Vertrauensbasis

Ein Zustimmungserfordernis der Rentner oder einer Mitarbeitervertretung besteht bei einem Pension Buy-out nicht. Das liegt unter anderem daran, dass die Übertragung der Pensionsverpflichtungen auf eine Rentnergesellschaft dezidierten Schutzvorschriften aus den einschlägigen arbeits-, umwandlungs- und gesellschaftsrechtlichen Vorgaben unterliegt, welche den Belangen der Rentner umfassend Rechnung tragen (siehe Seite 2). Die rechtliche Situation der Versorgungsberechtigten bleibt unverändert. Die zugesagten Leistungen und die zugrunde liegenden Pensionszusagen bleiben vollständig bestehen, ebenso die lohnsteuerliche und sozialversicherungsrechtliche Behandlung der Rentenzahlungen. In vielen Fällen profitieren Rentner sogar, weil erstmals eine vollständige Kapitaldeckung der zugesagten Leistungen erreicht wird. Der gesetzliche Insolvenzschutz durch den PSV bleibt ebenfalls unverändert bestehen. Ergänzend schützen Treuhandstrukturen das übertragene Kapital vor dem Zugriff Dritter und gleichen im Insolvenzfall mögliche Sicherungslücken aus (siehe Seite 3).

## Operational Excellence: Administration, die Vertrauen schafft

Damit die Betroffenen den Übergang als stabil und professionell erleben, ist eine reibungslose Administration entscheidend. Voraussetzung dafür ist eine lückenlose Datenübergabe, die sämtliche Rechtsgrundlagen, historische Anpassungen und individuelle Besonderheiten umfasst. Häufig empfiehlt sich ein vorgelagertes Data Clearing Projekt, um bestehende Unstimmigkeiten zu beseitigen und spätere Rückfragen zu vermeiden. Ebenso wichtig ist die Professionalität des neuen Administrators. Rentner erwarten klare Kommunikation, verlässliche Ansprechpartner und eine Servicequalität, die mindestens dem bisherigen Standard entspricht. Für die mit unverfallbaren Ansprü-

chen ausgeschiedenen Personen ist es wichtig zu wissen, bei wem sie später den Leistungsanspruch geltend machen können.

## Integrierte Buy-out-Lösungen: Weniger Reibung, mehr Stabilität

Besonders vorteilhaft kann es sein, wenn Unternehmen mit einem Betreiber für die Rentnergesellschaft zusammenarbeiten, der alle relevanten Services aus einer Hand anbieten kann. Eine integrierte Lösung vermeidet Medienbrüche und Reibungsverluste, beschleunigt Abläufe und sorgt dafür, dass Rentner konsistente Informationen und eine durchgehend hohe Betreuungsqualität erhalten. Für Unternehmen bedeutet dies weniger Koordinationsaufwand und eine deutlich höhere Prozesssicherheit.



Die vier zentralen Bausteine einer wirksamen Governance im Pension Buy-out. Quelle: WTW

## Governance und Kapitalanlage: Die Basis langfristiger Leistungsfähigkeit

Ein weiterer zentraler Erfolgsfaktor ist die Governance-Struktur des Betreibers. Ihr übergeordnetes Ziel besteht darin, alle bestehenden Verpflichtungen über die gesamte Laufzeit hinweg vollständig bedienen zu können. Dafür ist eine vorausschauende, robuste Steuerung der Kapitalanlage unverzichtbar. Die optimale strategische Asset-Allokation wird sich im Zeitverlauf verändern – sie ist abhängig von der finanziellen Situation der Rentnergesellschaft, der Entwicklung der Kapitalmärkte und weiterer externer Rahmenbedingungen. Deshalb müssen systematische Asset Liability Management Prozesse regelmäßig und in angemessenen Abständen durchlaufen werden, um veränderte Bestands- und Marktgegebenheiten frühzeitig

zu erkennen und in der Kapitalanlage angemessen zu berücksichtigen. Dabei spielen sowohl die gewählten Finanzierungswege als auch die initial definierten Anlagerichtlinien eine wesentliche Rolle. Entscheidend bleibt, dass die Kapitalanlage so ausgerichtet ist, keine Risiken einzugehen, die mit der dauerhaften Erfüllbarkeit der übernommenen Rentenverpflichtungen nicht im Einklang stehen.

## Sicherungsmechanismen aus Sicht des abgebenden Unternehmens

Die vollumfängliche Bedienung der zugesagten Leistungen ist für das abgebende Unternehmen ebenso erfolgskritisch wie für die Rentner. Ein Pension Buy-out soll die finale rechtliche und wirtschaftliche Enthftung von Pensionsverpflichtungen sicherstellen. Es empfiehlt sich daher, initial ebenso wie in der laufenden Überprüfung der Kapitalanlagestrategien den Einsatz von Sicherungsstrategien dezidiert zu evaluieren. Gleiches gilt für die Einbettung von externen Garantiegebern oder Versicherungslösungen.

## Fazit: Sicherheit für Rentner, Reputation für Unternehmen

Richtig umgesetzt, bietet ein Pension Buy-out den Rentnern langfristige Sicherheit und den Unternehmen die Chance, Verantwortung geordnet zu übertragen. Wer die Perspektive der Betroffenen ernst nimmt und auf professionelle Strukturen sowie integrierte Services setzt, schafft Vertrauen und stärkt zugleich die eigene Reputation.

\* Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird auf die gleichzeitige Verwendung der Sprachformen männlich, weiblich und divers (m/w/d) verzichtet.

## Die Autoren



Hanne Borst leitet bei WTW in Deutschland den Geschäftsbereich Retirement und ist Mitglied der Geschäftsleitung. Zudem ist sie Vorsitzende des Stiftungsrates der WTW Pensions Stiftung, einer rechtlich unabhängigen

Struktur für die Umsetzung von Pension Buy-out und Mitglied des Vorstands der Arbeitsgemeinschaft betriebliche Altersversorgung e.V. (aba).



Johannes Heiniz leitet die Practice General Consulting und ist Mitglied der Geschäftsleitung des Geschäftsbereichs Retirement bei WTW in Deutschland. Zudem ist er Geschäftsführer der WTW Pensions Buyout Solution und Vorstandsmitglied der WTW Pensions Stiftung.

# Pension Buy-out in der Merger Integration – Ein Praxisbericht

Von Dirk Popielas und Anja Nieberding

Der deutsche Markt für Pension Buy-outs gewinnt aktuell deutlich an Dynamik. Dazu tragen unterschiedliche De-Risking-Bestrebungen von Unternehmen bei. Bei einem 2025 durchgeführten Pension Buy-out im Rahmen einer Merger Integration wurden Verpflichtungen im dreistelligen Millionenbereich gegenüber mehreren Tausend Versorgungsberechtigten übernommen.

Eine Form des De-Riskings ist der Transfer geschäftsfremder Risiken an spezialisierte Betreiber. Für Pensionsverpflichtungen bietet der Pension Buy-out eine effiziente Möglichkeit. Er erreicht einen vollständigen bilanziellen Transfer und damit einen „Clean Cut“.

Im vorliegenden Beispiel wollte sich das Unternehmen im Rahmen einer globalen Merger Integration innerhalb eines engen Zeitplanes von bestehenden Verpflichtungen befreien.

## Ökonomische Ableitung der Ausstattung

Grundlage des Pension Buy-outs ist die wirtschaftliche Bewertung der Pensionsverpflichtungen. Im Fokus steht dabei die versicherungsmathematische Ableitung eines konservativen Cashflows aus den zu übernehmenden Versorgungszusagen, der über mehrere Jahrzehnte abnimmt.

Für jede Zusage werden Annahmen zum Leistungsumfang inkl. aller Kosten und Risiken sowie Lebenserwartung und Rentenanpassungen getroffen. Auf dieser Basis wird mit den erwarteten Erträgen einer spezifischen Kapitalanlage die erforderliche Ausstattung berechnet. Die Annahmen weichen aus Vorsichtsgründen zum Teil von der Rückstellungsermittlung ab (s. Abb.).

Die Versorgungslandschaft des Praxisfalls bestand aus drei Kollektiven von Rentnern und unverfallbar ausgeschiedenen Mitarbeitern mit Direkt- und Pensionskassenzusagen. Zusätzlich sollten Vorrüheständler und freigestellte Mitarbeiter übernommen werden. Strukturelle

Besonderheiten wie Vortransaktionen bzgl. der Übernahme von Pensionen einer Nicht-EU-Gesellschaft und pfandrechtl. besicherte Depots mussten berücksichtigt werden.

## Finanzierung der erforderlichen Ausstattung

Die erforderliche Ausstattung ergibt sich aus dem Barwert des aggregierten Cashflows. Vorhandenes Planvermögen wird zur Finanzierung herangezogen. Der verbleibende Unterschiedsbetrag stellt die Finanzierungslücke dar.

Im Praxisfall wurde diese Lücke durch Mittelzuführung, Fremdfinanzierung durch das abgebende Unternehmen sowie Eigenkapital des aufnehmenden Unternehmens geschlossen. Diese Mittel wurden zusammen mit bestehendem Planvermögen auf die Rentnergesellschaft übertragen. Die Anforderungen des Bundesarbeitsgerichts an die erforderliche Kapitalausstattung wurden berücksichtigt (siehe Seite 2).

## Legacy-Strukturen und Neuausrichtung

Die beim abgebenden Unternehmen bestehende Legacy-Struktur auf der Vermögensseite umfasste treuhänderisch verwaltetes Planvermögen innerhalb eines Spezialfonds – in Teilen zusätzlich verpfändet – Rückdeckungsversicherungen sowie weiteres Vermögen in dem Spezialfonds, aber außerhalb der Treuhand. Es wurde eine neue Treuhandstruktur geschaffen, die das vorhandene Planvermögen und das zur Schließung der Finanzierungslücke erforderliche Vermögen aufnimmt. Eine gleichwertige Sicherheit der neuen Struktur wurde durch ein obligatorisches Gleichwertigkeitsgutachten bestätigt.

## Wie die DBR Unternehmen dauerhaft entlastet und enthaftet:

- › Die Deutsche Betriebsrenten Holding (DBR) übernimmt als Risikoträger Pensionsverpflichtungen in Deutschland ansässiger Gesellschaften durch Übertragung auf externe Rentnergesellschaften.
- › Übernommene Pensionsverpflichtungen werden vollständig ausfinanziert und zusätzlich durch Kapital der DBR abgesichert.
- › Die DBR befindet sich im Mehrheitsbesitz einer deutschen Unternehmerfamilie, die für Langfristigkeit und Stabilität steht.
- › Das erfahrene Team der DBR hat langjährige Expertise in allen für Pension Buy-outs relevanten Bereichen (bAV, Versicherungsmathematik, Rückversicherung, Asset Management, Corporate Finance).

Für die Kapitalanlage wurde eine verpflichtungsorientierte Strategie konzipiert, die die Erfüllung aller Ansprüche auch in negativen Kapitalmarktszenarien sicherstellen soll. Die langfristig ausgerichtete Kapitalanlage ist dynamisch zwischen zwei Teilportfolios. Bestandteil ist auch die vollständige Absicherung der Versorgungsansprüche für die umwandlungsrechtliche Nachhaftung über eine strukturierte Namensschuldverschreibung durch das abgebende Unternehmen.

## Pension Buy-out ist in Deutschland angekommen

Die erfolgreiche Transaktion belegt, dass sich der Pension Buy-out auch in komplexe und kurzfristig abzuschließende M&A-Prozesse einbinden lässt. Er ist inzwischen ein bewährtes Mittel zur vollständigen Befreiung von Pensionsverpflichtungen, die regelmäßig eine substantielle Hürde bei Neuausrichtungen von Gesellschaftsstrukturen darstellen.

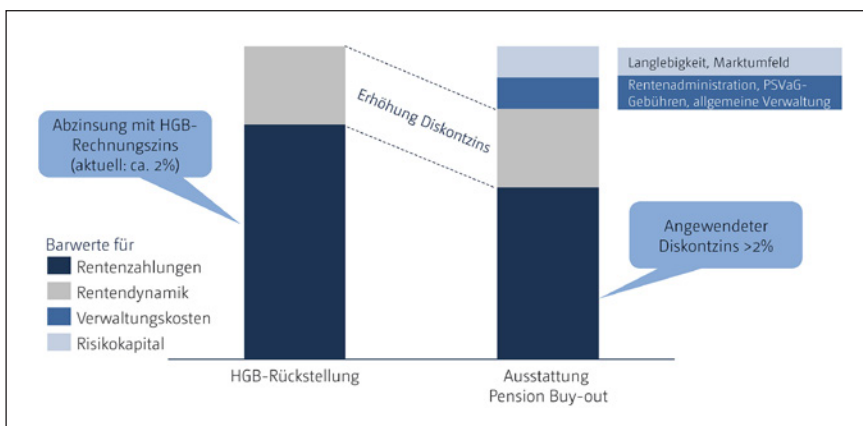
## Die Autoren



**Dirk Popielas** ist Aktuar, Mitgründer und Geschäftsführer der DBR. Er verfügt über mehr als 30 Jahre Erfahrung in der betrieblichen Altersversorgung, der Versicherungswirtschaft und dem Asset Management.



**Anja Nieberding** ist Geschäftsführerin der DBR und verfügt über mehr als 25 Jahre Erfahrung im Asset Management.



Schematischer Vergleich des Umfangs von HGB-Rückstellung und Ausstattung des Pension Buy-outs. Quelle: DBR

# Effiziente Absicherung von Rentnergesellschaften – die UBS Anleihenlösung

Von Filippo Bianco, Rachid Boulkab und Marco Giessner

Die Übertragung von Pensionsverpflichtungen auf eine Rentnergesellschaft ist ein etablierter Ansatz zur Entlastung der Unternehmensbilanz. Gleichzeitig stellt das deutsche Umwandlungsgesetz eine klare Anforderung: Ein Unternehmen, das in Deutschland Pensionszusagen auf eine Gesellschaft überträgt, unterliegt einer zehnjährigen Nachhaftung. Eine Absicherung dieser Nachhaftung ist aus Sicht des übertragenden Unternehmens sinnvoll.

Naheliegender für eine solche Absicherung wäre die Nutzung einer Bankgarantie. Diese erfüllen den Zweck, sind aber mit laufenden Kosten (Garantieprämien) verbunden. Zudem bergen Garantien ein Liquiditätsrisiko, da ihre Auszahlung an die Feststellung eines Garantiefalls gekoppelt ist. Genau hier setzt die von UBS entwickelte Anleihenlösung an: Eine Finanzierung mit derselben Seniorität wie eine Garantie, jedoch ohne deren Kostenstruktur und mit zusätzlichem Renditevorteil – so wird im Kern anstelle der Garantie das Rückzahlungsversprechen eines Emittenten als Sicherheit verwendet.

## Bewusst einfache Struktur – gerade, weil das Umfeld komplex ist

Buy-outs von Rentnergesellschaften sind rechtlich, bilanziell und organisatorisch komplex. Die Anleihenlösung setzt dazu einen bewussten Kontrast: technisch einfach, operativ robust und mit vorhersehbaren Zahlungsströmen.

Die Struktur basiert auf amortisierenden hochqualitativen Anleihen, deren Tilgungsmechanismus exakt auf die erwarteten Rentenzahlungen der zehnjährigen Nachhaftungsperiode abgestimmt ist. Die Liquidität für die Rentenzahlungen ist somit durch die amortisierende Anleihe abgedeckt und damit genau planbar. Das Ergebnis ist ein operativ einfacher Cashflow Match: Die Rentnergesellschaft hält eine Anleihe, die periodengerecht Cashflows liefert, um die Pensionsansprüche zu erfüllen.

Während andere Anbieter versuchen, die Cashflows der Pensionsverpflichtungen über aktiv verwaltete Anleihen-Portfolios abzubilden, verzichtet die Anleihenlösung vollständig auf laufende Steuerungsmaßnahmen. Das festgelegte Tilgungsprofil deckt die Verpflichtungen exakt ab, Liquiditäts- und Reinvestitionsrisiken entfallen.

Die Erfüllung der Rentenansprüche ist somit planbar und technisch abgesichert, ohne dass dafür eine zusätzliche Asset-Management-Funktion aufgebaut werden muss.

## Gleiche Seniorität wie eine Garantie, aber mit wirtschaftlichem Vorteil

Die Anleihe hat dieselbe Seniorität wie eine Bankgarantie und erfüllt damit denselben

Sicherungszweck. Aus Risikoperspektive entsteht kein Unterschied zwischen beiden Instrumenten. Wer die Bonität einer Bank als Garantieggeber akzeptiert, kann sie folgerichtig auch als Grundlage einer von derselben Bank emittierten Anleihe heranziehen – denn eine Garantie ist nur so gut wie die Bonität des Garantiegebers.

Eine klassische Bankgarantie erfüllt zwar denselben Zweck wie die Anleihenlösung, hat aber insbesondere zwei Nachteile: Es fallen Garantieprämien an, und die Auszahlung ist an die formale Feststellung eines Garantiefalls gebunden – ein Prozess, der sich verzögern kann und damit die rechtzeitige Bereitstellung an Liquidität für die Rentenzahlungen riskiert.

### Die Kernvorteile der amortisierenden Anleihe:

- › **Planbare Cashflows:**  
Die Tilgungen der Anleihe sind exakt auf die erwarteten Rentenzahlungen der Nachhaftungsperiode abgestimmt.
- › **Gleiche Seniorität wie eine Garantie:**  
Aus Risikoperspektive erfüllt die Anleihe denselben Sicherungszweck wie eine Bankgarantie.

Die amortisierende Anleihe erzeugt zugleich einen positiven Finanzierungseffekt. Die Rendite der Anleihe finanziert einen Teil der Rentenzahlungen und damit auch den Kapitalbedarf für die Nachhaftungsabsicherung. Eine Garantieprämie entfällt. So wird nicht nur das Nachhaftungsrisiko abgesichert, sondern die Transaktion finanziell optimiert. Die Kostenstruktur der Rentnergesellschaft wird durch die beschriebene Ausgestaltung insgesamt planbarer.

### Stabilität durch gute Emittentenbonität

Auch wenn Anleihe und Garantie dieselbe Seniorität haben, ist für die verlässliche Absicherung der Rentenzahlungen entscheidend, dass das Sicherungsinstrument von einem Emittenten mit hoher Kreditqualität stammt. Die amortisierende Anleihe erfüllt ihre Funktion nur dann zuverlässig, wenn der Schuldner während

der gesamten zehnjährigen Laufzeit als stabil einzustufen ist. Die Wahl eines Emittenten mit hoher Bonität stellt sicher, dass die vorgesehenen Amortisierungen planmäßig stattfinden und die Rentenzahlungen dauerhaft gedeckt sind. Die Wahl des Emittenten ist damit ein wesentlicher Bestandteil der Absicherung – unabhängig davon, dass Anleihe und Garantie formal die gleiche Seniorität haben.

### Fazit

Die Absicherung von Pensionsverpflichtungen über eine amortisierende Anleihe vereint drei zentrale Merkmale:

- › präzise Abbildung der Rentencashflows über die gesamte Nachhaftungsdauer,
- › erfüllt den gleichen Zweck wie eine Garantie (gleiche Seniorität),
- › ökonomischer Vorteil durch Rendite statt Garantieprämie.

Damit bietet die Anleihenlösung eine technisch klare und wirtschaftlich sinnvolle Alternative zur klassischen Bankgarantie oder anderen Absicherungsmechanismen. Sie ermöglicht es, Pensionsrisiken im Rahmen eines Buy-outs effizient auf eine Rentnergesellschaft zu übertragen und das Nachhaftungsrisiko verlässlich zu steuern.

Hinweis: Dieser Artikel wurde ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Teilnahme an einer bestimmten Handelsstrategie dar.

### Die Autoren



**Filippo Bianco**, Head of Investment Bank, UBS Europe SE.



**Rachid Boulkab**, Head of Fixed Income Solutions Sales Germany/Austria, UBS Europe SE.



**Marco Giessner**, Fixed Income Solutions Structuring, UBS AG.

# Funding Journey im globalen Kontext: Deutschland hinkt (noch) hinterher

Von Wolfgang Murmann und Björn Wille

„Pension Buy-outs“ sind in Deutschland kein Randthema mehr. Geschlossene DB-Altzusagen (Defined-Benefit-Pläne), Ausfinanzierungsgrade auf Allzeithoch, bilanzieller Druck, steigende Governance-Anforderungen und ein für De-Risking vorteilhaftes Zinsumfeld rücken die Frage nach dem langfristigen Umgang mit leistungsorientierten Pensionszusagen zunehmend in den Fokus. Doch im Vergleich zu reifen Märkten wie UK und USA sind Transaktionsvolumina, Marktstandards und Erfahrungswerte hierzulande noch gering – und vielen Unternehmen fehlt eine klar definierte Funding Journey.

In angelsächsischen Märkten folgt die De-Risking-Journey einem klaren Muster: Nach der Schließung von DB-Plänen wurden Risiken schrittweise reduziert und ein Zielausfinanzierungsgrad definiert, um das vielerorts definierte Endgame „Buy-out“ zu erreichen. Der Buy-out ist dort selten eine Ad-hoc-Entscheidung, sondern das Ergebnis eines strategisch geplanten und sukzessive umgesetzten Prozesses. Gewachsene Strukturen, hohe Transaktionsvolumina und standardisierte De-Risking-Pfade prägen diese Märkte. 2024 erreichten allein im Vereinigten Königreich Buy-in- und Buy-out-Transaktionen ein Volumen von £ 47,8 Mrd. und lagen damit nahe dem Rekordjahr 2023.

In Deutschland ist die Lage noch anders: Viele Unternehmen haben relativ spät begonnen, ihre Direktzusagen auszufinanzieren und Pensionsrisiken strategisch zu adressieren – häufig ohne klar definiertes langfristiges Zielbild. Die Ausgangslage reicht von vollständig ausfinanzierten Treuhandstrukturen (CTA) bis hin zu ausschließlich rückstellungsfinanzierten Pensionsverpflichtungen. Der Zinsanstieg in 2022 hat einige Pläne grundsätzlich in die finanzielle Lage versetzt, sich einen Buy-out leisten zu können; die Ausgangsbasis unterscheidet sich jedoch weiterhin von den etablierten De-Risking-Märkten.

## De-Risking-Journey: Standardisierte Endgames versus individuelle Pfade

Ein zentraler Unterschied liegt im Umgang mit Pensionsrisiken: In reifen Märkten gibt es einen Ausfinanzierungsplan mit klarem Zielbild. Zins-, Inflations- und Langlebighkeitsrisiken werden frühzeitig adressiert – entweder modular über ein Liability-Driven-Investment (LDI) und Longevity-Swaps oder holistisch über Buy-ins. Risiken können dadurch schrittweise reduziert werden, ohne unmittelbar einen Übertrag auf eine Drittpartei auszulösen; zugleich wird ein späterer Buy-out effizient vorbereitet.

Ein etablierter Markt für Buy-Ins oder Longevity-Swaps existiert in Deutschland bislang nicht. Risikoreduktion erfolgt primär über die Asset-Allokation sowie Zins- und Inflationsabsicherungsstrategien. Ergänzend zu den eta-

blierten Ausfinanzierungsvehikeln (insbesondere CTA und Pensionsfonds) sind zuletzt Rentnergesellschaften verstärkt in den Fokus gerückt.

In reifen Märkten wie dem UK und den USA erfolgt der Risikoübergang gegen eine Einmalprämie, die regelmäßig über dem bilanziellen Verpflichtungswert (nach IFRS oder US GAAP) liegt und ökonomisch gemessen am Marktwert einem Overfunding entspricht. Das Buy-out-Pricing setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen: Wettbewerb, Risiko- und Gewinnmarge, bestandsspezifische Sterblichkeit sowie regulatorische Anforderungen an die Kapitalanlage. Die hohen Transaktionsvolumina und einheitliche Standards haben sowohl zu einer Preistransparenz als auch -konvergenz geführt. In Deutschland hingegen ist das Pricing stärker einzelfallgetrieben und intransparent. Der wesentliche Unterschied liegt jedoch auf der Asset-Seite: In Deutschland sind die Anforderungen an die initiale Kapitalausstattung weniger stringent, wodurch es zu erheblichen Unterschieden in der Asset Allokation von Rentnergesellschaften kommen kann.

## Rentnergesellschaft versus internationales Buy-out: Unterschiedliche ökonomische Logiken

Beim internationalen Buy-out verbleibt kein Residualrisiko beim Plansponsor. Die Transaktionen basieren auf einem Versicherungsvertrag, der die Risiken vollständig überträgt. Zum Zeitpunkt des Übertrags ist die Kapitalanlage in der Regel weitgehend de-risked, um Kosteneffizienz durch einen geringen Portfoliorestrukturierungsbedarf zu gewährleisten. Dieses defensive Portfolio wird anschließend grundsätzlich von dem Versicherer fortgeführt bzw. lediglich marginal optimiert.

Demgegenüber bieten Rentnergesellschaften ein flexibleres, da weitestgehend unreguliertes, Buy-out-Modell. Sie können deutlich höhere Risiken eingehen, um Überrenditen zu erzielen. Diese müssen einerseits nicht abgesicherte Risiken (z.B. Langlebigkeit und Inflation) puffern und andererseits die Renditeanforderungen der Kapitalgeber befriedigen (etwaige Überrenditen nach Kosten für Residualrisiken

verbleiben bei der Rentnergesellschaft bzw. deren Kapitalgebern/ Eigentümern).

Ökonomisch lässt sich ein Buy-out-nahes Portfolio auch ohne Versicherer replizieren – etwa durch Cashflow-Matching-Strategien auf Basis qualitativ hochwertiger Anleihen und LDI-Bausteinen. Zusätzliche Sicherheitspuffer für Residualrisiken können durch ausgewählte illiquide Kreditstrategien mit Investment-Grade-Qualität aufgebaut werden. Eine ökonomische Risikoentlastung kann somit bereits vor einem formalen Buy-out erreicht werden; für die bilanzielle Enthftung ist jedoch weiterhin ein Buy-out unumgänglich.

## Fazit

Der internationale Vergleich zeigt, dass Pension Buy-outs nicht als isolierte Transaktion zu verstehen sind, sondern als Ergebnis einer langfristig gesteuerten Funding Journey. Das bedeutet: Risiken frühzeitig adressieren und die Asset-Struktur so ausrichten, dass sie das Endgame – ob Run-off, Buy-in (beides on balance sheet) oder Buy-out (off balance sheet) – unterstützt. Wichtig ist, ein klares Zielbild vor Augen zu haben und angemessene Governance-Strukturen entlang der De-Risking-Journey zu schaffen.

Entscheidend ist die Qualität der Vorbereitung, eine disziplinierte Umsetzung sowie die sorgfältige Auswahl eines qualifizierten Risikonehmers. In einem Umfeld von geschlossenen DB-Altzusagen, bilanziellem Druck und steigenden Governance-Anforderungen wird die Frage nicht sein, ob Pension Buy-outs relevant werden, sondern wie gut sich Unternehmen strategisch darauf vorbereiten und welche Zielstruktur sie anstreben: ob on oder off balance sheet, ob reguliert oder unreguliert.

Disclaimer: Kapitalanlagen bergen Risiken. Diese Informationen dürfen ohne vorherige Genehmigung weder vervielfältigt noch verbreitet werden. Herausgegeben von FIL Investment Management (Luxembourg) S.à.r.l., 2a, rue Albert Borschette, BP 2174, L 1021 Luxemburg (zugelassen und beaufsichtigt durch die CSSF – Commission de Surveillance du Secteur Financier). BH2026134.

## Die Autoren

**Björn Wille und Wolfgang Murmann** gehören zum deutschen Workplace-Consulting-Team von Fidelity.

Das Team unterstützt institutionelle Pensions-einrichtungen entlang der gesamten Investment-Wertschöpfungskette - von strategischer Kapitalanlage- und Risikomanagementberatung bis hin zu ganzheitlichen Investment- und De-Risking-Lösungen.

