

LEITERbAV

PENSIONS
INDUSTRIES

ALTERNATIVES
INDUSTRIES

TACTICAL ADVANTAGE

Das Magazin für die imperativen Fragen
des zeitgenössischen deutschen
Pensionswesens und der Private Markets

Volume 14
7/2024

EURO 50,00

#uebermorgen

Bastian Konle,
Senior Produktmanager
Alternative Investments
bei Union Investment



Transformation gestalten

Die Digitalisierung ist einer der großen Megatrends der wirtschaftlichen Transformation. Wir unterstützen institutionelle Investoren dabei, gezielt Ressourcen für den Ausbau der digitalen Infrastruktur zu mobilisieren und die Zukunft nachhaltig zu gestalten.

Erfahren Sie mehr unter
www.nachhaltigekapitalanlagen.de

Wir arbeiten für Ihr Investment



Kontakt: Union Investment Institutional GmbH, Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main, Telefon 069 2567-7652. Bei dieser Anzeige handelt es sich um Werbung.



EDITORIAL

LIEBE LESERIN, LIEBER LESER!

Hier und heute liegt sie vor Ihnen, die *Tactical Advantage*, Volume 14. Erschienen im Jahre drei des Krieges im Osten und des schnellen Zinsanstieges weltweit. Und bei beiden Themen sieht es zum Redaktionsschluss aus nach higher for longer, zumindest im Grundsätzlichen.

Bei dem ersten ist das schlecht. Bei dem zweiten kann man geteilter Meinung sein.

Und noch spielt das zweite eine größere Rolle für unser Parkett als das erste. Noch. Denn das erste hat nun mit Gaza einen Zwilling an der Seite. Mögen beide so schnell wie möglich verschiden.

Das zweite, der Zins, hat alle Asset-Klassen ordentlich durchgeschüttelt und alle Karten neu gemischt. Die Ambivalenz an den Märkten ist jeden Tag greifbar, in praktisch allen Segmenten, das spüren nicht nur institutionelle, sondern selbst Privatanleger.

Besonders im Fokus: die Private Markets. Alternatives kletterten seit Jahren die Agenda institutioneller Investoren hoch, von denen sich viele in die Komplexität einarbeiteten und Kompetenzen aufbauten.

Und jetzt, wo Fixed Income wieder auskömmlich ist? Alles für die sprichwörtliche Katz?

Nein, keinesfalls. Von einem »Perpetuum mobile« (siehe den Beitrag von **DETLEF MACKEWICZ** zu Private Equity in diesem Heft), das man zuweilen zu beobachten glaubte, kann zwar keine Rede mehr sein. Doch die Investoren machen nicht den Fehler, sich von dem weiter sehr attraktiven Segment nun wieder schnell zurückzuziehen, im Gegenteil. Und genau wegen dieser Ambivalenz nehmen

Alternatives in diesem Heft breiten Raum ein: Neben dem erwähnten Beitrag stellt **CHRISTIAN MEHLINGER**, Pensions-Chef der **DHL Group**, gleich sechs Asset Manager in Sachen Private Debt auf eine kleine Probe, und Custody-Experte **CLEMENS SCHUERHOFF** widmet sich einem sehr technischen Thema: der Verwahrung von Private Assets mit ihren ganz eigenen Herausforderungen.

Das Pensionswesen »an sich« kommt aber nicht zu kurz: In den Räumen des **PSV** in Köln haben wir mit echten Experten das Thema »Rentnergesellschaft« ausdiskutiert, und außerdem würdigen wir einen Akteur, der sich seit einem Vierteljahrhundert um die bAV verdient macht.

Schließlich in eigener Sache nochmal zu den Private Markets: Kurz vor Erscheinen dieses Heftes hat die Online-Plattform **PENSIONS•INDUSTRIES** ein kleines Schwesterchen bekommen: **ALTERNATIVES•INDUSTRIES**. Jeder, der Berührungen mit den Private Markets hat, melde sich gern bei dem Newsletter an. Der Herausgeber dankt ausdrücklich für jede Unterstützung bei der Aufzucht der Kleinen.

Jetzt kommt erstmal der Sommer – hoffentlich. Der Herausgeber wiederholt sein Mantra: Europa muss dringend einen Weg zum Frieden finden. Denn: Ohne Frieden wird Europa kein einziger Schritt heraus gelingen aus seiner Multi-Problemlage. Deutschland schon gar nicht.

Es grüßt in die Republik
Pascal Bazzazi



PASCAL BAZZAZI
Chefredakteur und
Herausgeber **LEITERbAV**
PENSIONS•INDUSTRIES
ALTERNATIVES•INDUSTRIES
TACTICAL ADVANTAGE

» Der Herausgeber dankt für jede Unterstützung bei der Aufzucht der Kleinen. «

TALKING HEADS – DIE RENTNERGESELLSCHAFT ZWISCHEN
THEORIE UND PRAXIS:

EWIGES TALENT ODER SHOOTING STAR? NACHHALTIGKEIT VERSUS ENTHAFTUNGS- MASCHINE?

Auf der Agenda bei diversen aba-Tagungen stand sie schon, ist mittlerweile gar Gegenstand einer eigenen aba-Arbeitsgruppe, und hier und da sieht man sie auch bereits umgesetzt. Nicht zuletzt hat die *Tactical Advantage* in der Ausgabe 05/2022 sich ihr schon detailliert gewidmet. Was ist seitdem passiert? Stagniert die Rentnergesellschaft? Oder ist sie bereits dabei, sich in der Praxis zu etablieren? Darüber spricht SUSANNE JUNGBLUT mit CHRISTIAN VON BUDDENBROCK, RENÉ DÖRING, JOHANNES HEINIZ, BENEDIKT KÖSTER und TORSTEN WEISSMEIER – über Bewegung im Markt, Publizitätsscheu, Ausstattung, Nachhaftung, Mindestanforderungen, Regulierung ... und: warum Befindlichkeit kein Parameter ist und der Pensionsfonds Fans hat.

Mit freundlicher Unterstützung von:



Linklaters

wtw



↑ TORSTEN WEISSMEIER, CHRISTIAN VON BUDDENBROCK, BENEDIKT KÖSTER,
Moderatorin SUSANNE JUNGBLUT (wegen eines mallorquinischen Radunfalls aus München zugeschaltet),
RENÉ DÖRING und JOHANNES HEINIZ (v.l.n.r.) in den Räumen des PSV in Köln am Rhein.

»Auch bei der Risikominimierung ist Reputation ein wesentlicher Punkt.«

CHRISTIAN VON BUDDENBROCK

Die Herren, vor rund zwei Jahren, als sich die Redaktion in der Tactical Advantage zuletzt eingehend mit dem Konzept der Rentnergesellschaft beschäftigt hat, gab es zwar bereits einzelne Umsetzungen, der Markt wartete aber weiter auf das »Leuchtturmprojekt«, welches die Initialzündung geben sollte. Gibt es inzwischen ein solches?

HEINIZ Ich erinnere mich gut. Vor ein, zwei Jahren wurden im Markt mehrere potenzielle Leuchtturmprojekte diskutiert. Aber auf einen Big Bang in Form eines großen Deals im hohen dreistelligen Millionen- bzw. Milliardenbereich warten wir immer noch.

DÖRING Das teile ich. Im Moment sehen wir verstärkte Bemühungen im mittleren Bereich, also zwischen 50 und 150 Millionen Euro DBO. Hier gibt es eine Reihe von Überlegungen und Anfragen.

BUDDENBROCK Ich beobachte ebenfalls, dass Unternehmen hier noch zurückhaltend sind. Auch wir sehen anhand der aktuellen Nachfragen, dass sich das Thema Rentnergesellschaft nach wie vor in der Findungsphase befindet.

Ob mit oder ohne Leuchtturmprojekt, in den letzten 24 Monaten wurden durchaus einige Rentnergesellschaften errichtet und an externe Anbieter verkauft. Allerdings wurden diese Transaktionen nicht auf dem Parkett publik gemacht oder gar von den Anbietern oder den im Projekt involvierten Beratern offensiv beworben. Warum dieses Schweigen?

HEINIZ Das ist typisch für neuere Entwicklungen oder Instrumente. Es dauert einfach, bis sich gewisse Standards im Markt durchgesetzt haben und man dann aktiver darüber reden möchte. Zudem stellt sich die Frage nach den Gründen

für die Einrichtung einer Rentnergesellschaft. Im Moment zumindest sind dies meist M&A-Lagen oder aber Umstrukturierungsprozesse, also bei Schließungen von Werken oder Niederlassungen. In all diesen Situationen wird das Instrument Rentnergesellschaft letztlich als abschließende Maßnahme für die Verpflichtungen gegenüber Inaktiven und Rentnern gewählt. Und da wird typischerweise Publizität eher gescheut.

DÖRING So ist es. Insbesondere internationale Unternehmen interessiert nicht, ob sie eine durchschlagende neue Lösung in Deutschland umsetzen. Sondern sie möchten ihre deutsche DBO möglichst geräuschlos auslagern.

BUDDENBROCK Wie definieren wir eine Rentnergesellschaft? Wir fokussieren uns hier doch auf die veräußerte Rentnergesellschaft, also auf die umwandlungsrechtliche Ausgliederung auf eine Kapitalgesellschaft mit anschließendem Verkauf. Hier spielt die Reputation eine wesentliche Rolle. Schließlich ist bAV eine Sozialleistung des Arbeitgebers, und so schwingt bei einer solchen Transaktion immer auch das Narrativ mit, »jetzt werden die Rentner veräußert«. Ich bin sicher, dass man das Thema in den Griff bekommt. Dennoch, dieses spielt – völlig berechtigt – eine wesentliche Rolle und schreckt noch das eine oder andere Unternehmen ab; wenn nicht von einem Projekt an sich, so doch von dessen Publizität.





JOHANNES HEINIZ

»Bei komplexen bAV-Strukturen der Rentnergesellschaft keine Governance vorzugeben, wäre ein Show Stopper.«

Johannes Heiniz leitet bei WTW in Deutschland den bAV-Beratungsbereich General Consulting und verantwortet die Beratung zur Neu- und Umgestaltung betrieblicher Versorgungswerke in Bezug auf Plandesign, Finanzierung und Kommunikation. Die Themenschwerpunkte des Diplom-Kaufmanns, der zu nationalen und internationalen Bilanzierungsfragen der Direktzusage promoviert hat, liegen in der Beratung zu Finanzierungs-, Risikomanagement- und Governance-Themen. Zudem ist Heiniz Vorstandsmitglied

verschiedener Versorgungseinrichtungen und Finanzierungsvehikel von WTW-Kunden.

WTW, an der NASDAQ notiert, gehört zu den großen, weltweit operierenden Beratungshäusern in den Bereichen Advisory, Broking und Solutions einschließlich des Benefit- und Investment Consultings. Die Wurzeln des Hauses reichen bis in das Jahr 1828 zurück, und heute ist WTW – nach langer M&A-Historie mit Namen wie Willis, Watson Wyatt, Towers Perrin und in Deutschland mit Rauser und Dr. Dr. Heissmann – mit rund 50.000 Mitarbeitenden in über 140 Ländern und Märkten aktiv. BAZ

WEISSMEIER Auch nach meiner Beobachtung ist die Reputation ein wichtiger Punkt. Ich sehe ebenfalls, dass sich momentan viele internationale Konzerne mit dem Thema auseinandersetzen. Im angelsächsischen Raum wird für die Auslagerung meist ein Versicherungskonzept verwendet. Und nun ist man mit der deutschen Rentnergesellschaft konfrontiert, bei der es sich eben nicht um eine Versicherung handelt. Hier müssen die Berater die internationalen Unternehmen intensiv unterstützen, um diese überhaupt entscheidungsfähig zu machen.

Nun steht im angelsächsischen Raum bei der Auslagerung von Zahlungsverpflichtungen nicht nur eine angestrebte Umstrukturierung im Unternehmen im Vordergrund, sondern auch das De-Risking. Spielt dies in Deutschland keine Rolle?

BUDDENBROCK Oh doch! Ich denke, dass eine nachhaltig gestaltete Rentnergesellschaft, ob an einen Dritten veräußert oder nicht, eine probate Teillösung eines umfassenden De-Risking sein kann. Aber: Auch bei der Risikominimierung ist die Reputation ein wesentlicher Punkt! Deshalb ist die Nachhaltigkeit der letztendlich umgesetzten Lösung wichtig.

Ich erinnere mich an ein Projekt, bei dem wir lange über eine nachhaltige Kapitalanlage diskutiert und schließlich auch Bürgschaftslösungen verhandelt haben. Damit kann man sicherstellen, dass die Versorgungsverpflichtungen auch nach dem Zeitpunkt der Transaktion ständig erfüllt sind – übrigens genau das, was das BAG im Kopf hatte, als es das diesbezügliche Urteil 2008 ausgesprochen hat.

DÖRING Klassischerweise kam die Idee der Rentnergesellschaft aus der bilanziellen Ecke, mit dem Ziel des bilanziellen Settlements. Das sieht man ganz deutlich

in Restrukturierungssituationen, in denen das Unternehmen von den betreffenden Verpflichtungen befreit sein möchte. Es gibt aber auch Arbeitgeber, die sich primär von der Verwaltung und praktischen Abwicklung der Verpflichtungen befreien wollen; die bilanzielle Seite steht dabei nicht im Vordergrund. Wir müssen abwarten, wie der Markt sich hier entwickelt, welcher Aspekt mehr gefragt wird.

Das Thema der Nachhaltigkeit einer Rentnergesellschaft wurde bereits angesprochen. Gibt es denn hier schon eine Art Standard, wie er sich beispielsweise bei dem CTA über die Jahre herausgebildet hat?

BUDDENBROCK Maßgeblich ist derzeit weiter die Rechtsprechung des BAG von 2008. In diesem Urteil hat das BAG klargestellt, dass die Ausgliederung von Versorgungsverpflichtungen gegenüber ehemaligen Mitarbeitern umwandlungsrechtlich möglich und gesetzlich mit der zehnjährigen Nachhaftung verbunden ist. Darüber hinaus gibt es die Fürsorgepflicht des Arbeitgebers, diese Gesellschaft hinreichend auszustatten. Für diese Ausstattung hat das Gericht Grundsätze aufgestellt.

2008 bis heute ...

BUDDENBROCK ... ist eine lange Zeit. Daher kommen doch all die Diskussionen über die rechtssichere Ausgestaltung der Rentnergesellschaft. Insbesondere zum Zins, der bei der Ermittlung einer ausreichenden Kapitalausstattung anzusetzen ist, gibt es viele Meinungen am Markt, vom IFRS-Zins bis hin zur prognostizierten Anlagerendite.

Von all dem hat das BAG aber nichts gesagt. Es hat als Beurteilungsmaßstab den ordentlichen Kaufmann herangezogen. Und es hat gefordert, die Rentner-



»Die initiale Ausstattung darf nicht von der relativen Befindlichkeit des abgebenden Unternehmens abhängen.«

BENEDIKT KÖSTER

gesellschaft so zu dotieren, dass zum Eintragungszeitpunkt im Handelsregister prognostisch auch die letzte Rente noch ausgezahlt werden kann. Dies bedingt natürlich eine Unsicherheit – die eben auch zu der erwähnten Zurückhaltung der Unternehmen führt. Unberücksichtigt bleibt hier oft, dass man dieser Unwägbarkeit und dem damit verbundenen finanziellen Aufwand auch mit Finanzierungsstrukturen begegnen kann. Diese Möglichkeit hat das BAG in seinem Urteil ausdrücklich angesprochen.

KÖSTER Gut, dass Sie das BAG-Urteil zitieren und es auch als positiv wahrnehmen. Ich sehe das genauso! Die qualitativen Aussagen des Urteils sind weiterhin durchaus sachgerecht, wenn auch nicht mehr alle quantitativen Anforderungen en détail passend erscheinen. Wichtig ist, dass das Gericht grundlegende Forderungen aufgestellt hat und nicht auf das einzelne Unternehmen eingegangen ist. Das heißt für mich, dass die initiale finanzielle Ausstattung einer Rentnergesellschaft nicht von der relativen Befindlichkeit des abgebenden Unternehmens und höchstens bedingt von der vorgesehenen Kapitalanlagestruktur abhängen kann. Ich glaube also, dass es absolute Mindestanforderungen geben muss.

Dann nehmen wir doch erstmal den Zinssatz. Schließlich spielt dieser eine zentrale Rolle.

DÖRING Ich darf erwähnen, dass ich zu denen gehörte, die 2008 als Beklagten-Vertreter das Erfurter Urteil erstritten haben. Wir haben damals mit dem Gericht lange diskutiert, welches der angemessene Zins sei. Ich versuchte, eine Lanze für den IFRS-Zins zu brechen. Der lag bei sechs Prozent, aus Unternehmenssicht natürlich ein angenehmer Zins. Bundesrichter Bertram Zwanziger erwiderte mir dann Folgendes: »Gehrter Herr Rechtsanwalt, verraten Sie mir doch mal, wo ich heutzutage mein Geld für sechs Prozent anlegen kann.« Wenn ich diese Aussage ernst nehme, habe ich eine ungefähre Vorstellung davon, was denn ein angemessener Zins ist: nämlich der, den ich für eine sichere Geldanlage am Markt bekomme. Wir haben uns alle lange Zeit am BilMoG orientiert und gesagt, dass der Gesetzgeber damit eine Definition für einen vernünftigen kaufmännischen Zinssatz aufgestellt hat. Ich denke, diese Argumentation sollten wir zumindest ein Stück weit wieder anzweifeln und stattdessen eine kommerzielle Betrachtung durchführen. Vielleicht müssten wir diese Betrachtung mit einem Gutachten, ähnlich einem IDW S6-Gutachten, unterfüttern.

BUDDENBROCK Wir können lange über den angemessenen Zins diskutieren. Meiner Meinung nach ist es relevant, dass das BAG sich an dem deutschen handelsrechtlichen Zins orientiert hat. Das HGB gibt vor, wie hoch der Erfüllungsbetrag einer Pensionsverpflichtung zu sein hat, damit ich am Bilanzstichtag davon ausgehen kann, dass diese Verpflichtung langfristig erfüllt ist. Dies dürfte der Zins sein, den das BAG für nachhaltig hält.

HEINIZ Ein weiterer Aspekt: Wer persönlich möchte denn schon Geschäftsführer einer unterkapitalisierten Gesellschaft sein? Ich glaube, am Ende ist das Spektrum der Zinssätze gar nicht so breit, wie es teils in den Debatten suggeriert wird. Letztendlich muss eine Rentnergesellschaft ein positives Eigenkapital haben. So weit weg sind wir dann gar nicht von der BAG-konformen Ausstattung.

DÖRING Da bin ich bei Ihnen. Eine ausgeglichene BilMoG-Bilanz muss stets das Minimum sein. Dies nicht nur aus den insolvenzrechtlichen Gründen, die Sie, Benedikt Köster, vor zwei Jahren in Ihrem Beitrag dargelegt haben.¹

Stellen wir uns vor, eine von Beginn an unterbilanzierte Rentnergesellschaft kann im Laufe der Jahre ihre Leistungen nicht mehr ordnungsgemäß erbringen. Dann wird dem absplittenden Unternehmen von dem Arbeitsgericht höchstwahrscheinlich vorgeworfen, dass es durch die Unterbilanzierung von vornherein seine Schutzpflichten gegenüber den Berechtigten verletzt hat, und dann trifft das Unternehmen meines Erachtens eine Schadensersatzpflicht.

Ergo: Am Ende des Tages wird man, um auf der sicheren Seite zu sein, doch dazu kommen müssen, dass ein unbeteiligter Dritter sagt: Eure Ausstattung der

Rentnergesellschaft war de lege artis; für die Rentner wurden keine Risiken begründet, die größer waren, als wenn ihre Ansprüche bei ihrem ehemaligen Arbeitgeber verblieben wären.

WEISSMEIER Natürlich kann jemand die Rentnergesellschaft als rechtliche und ökonomische »Enthftungsmaschine« sehen. Dann muss er lediglich darauf achten, dass die anfängliche Kapitalausstattung nicht angreifbar ist und die Rentenzahlungen der ersten zehn Jahre gesichert sind. Dann ist er als Unternehmen aus der Haftung raus – und im schlimmsten Fall geht die Sache irgendwann zum PSV. Das wäre die extreme De-Risking-Sicht.

Stattdessen also?

WEISSMEIER Wenn ich stattdessen – und zwar sowohl auf Seiten des Unternehmens als auch des aufnehmenden Anbieters – das Reputationsrisiko in Betracht ziehe, bin ich bei einer realistischen Kostenbetrachtung. Dann frage ich nach einer realistischen Kapitalrendite, nach Risikoszenarien und auch nach den Administrationskosten. Und dann komme ich schnell auf größere Beträge für die Ausstattung, die auch Johannes Heiniz gerade angedeutet hat. Dann bin ich gar nicht mehr im Konflikt mit der BAG-Sichtweise – ganz im Gegenteil, die angemessene Dotierung der Rentnergesellschaft liegt dann möglicherweise sogar über der BAG-Anforderung.

KÖSTER Stichwort Nachhaftung. Diese erstreckt sich ja nur auf die Rentenzahlungen der ersten zehn Jahre. Nur: Die ersten zehn Jahre sollten doch meist keine Herausforderung darstellen. Wer daran scheitert, hat offenkundig grundsätzlich etwas falsch gemacht.

¹ Dr. Benedikt Köster / Dr. Martin Lätsch: »Übernahme von Rentnergesellschaften durch kommerzielle Kapitalanlagegesellschaften aus Sicht des PSVaG«, in: Betriebliche Altersversorgung 6/2022, S. 443ff. Köln; Berlin, 2022.



RENÉ DÖRING

»Wenn wir hier noch mehr Regulierung einführen, wie weit sind wir dann noch von einer Regulierung der Direktzusagen entfernt?«

René Döring hat das Thema Rentnergesellschaft in Deutschland praktisch von Beginn an begleitet. Der promovierte Jurist leitet seit 2021 die deutsche Pensionspraxis der Sozietät Linklaters LLP in Frankfurt am Main. Er ist zudem Mitglied der kanzeleiinternen Fokusgruppe »Restructuring & Insolvency«. Zuvor war Döring zehn Jahre als Partner im Bereich Arbeitsrecht und bAV bei Freshfields tätig. Sein Beratungsschwerpunkt umfasst – oftmals in fachübergreifenden Teams – den Umgang mit Pensionsverpflichtungen bei M&A, das De-Risking, die Beratung von Einrichtungen der bAV

sowie die Prozessführung. Döring ist Mitglied des Eberbacher Kreises, in welchem sich ausgesuchte Pensionsrechtler zusammengefunden haben, sowie Lehrbeauftragter für bAV an der Hochschule Mainz.

Mit über 2.700 Anwälten weltweit berät **Linklaters** interdisziplinär – innerhalb Deutschlands, grenzüberschreitend und international. Die Sozietät unterstützt große Unternehmen, Finanzinstitutionen sowie staatliche Organe bei komplexen Aufgaben mit besonderem Fokus auf das Wirtschafts- und Steuerrecht. Allein in Deutschland erfolgt das durch mehr als 300 Anwälte, Steuerberater und Notare – darunter mehr als 60 Partner. *BAZ*

Ich möchte den Rahmen noch erweitern und die abgeleitete Rentnergesellschaft einbeziehen. Für deren Kapitalausstattung haben wir meines Erachtens keine passenden Anforderungen. Nun relativiert sich das dann wieder, wenn man den nächsten Schritt geht, die Veräußerung an einen externen Anbieter. Aber wir sind ja erst mal im luftleeren Raum unterwegs. Und da sollte man doch überlegen, ob man hier nicht dieselben Anforderungen stellen sollte wie an eine originäre Rentnergesellschaft. Schließlich erfüllen beide Typen von Rentnergesellschaften die gleichen Aufgaben.

Sollten hier also gesetzliche Anforderungen kommen?

KÖSTER Ja, hier müsste der Gesetzgeber aktiv werden. Ich halte es jedenfalls für unbefriedigend, dass es für zwei unterschiedliche Typen von Rentnergesellschaften, die beide exakt das gleiche Geschäftsmodell haben – nämlich die Rentenauszahlung –, sehr unterschiedliche Anforderungen zur Kapitalausstattung gibt.

BUDDENBROCK Das Gesetz gibt uns bestimmte Möglichkeiten. Und dazu gehört auch die abgeleitete Rentnergesellschaft, die nach Veräußerung des produzierenden Betriebes quasi »übrig bleibt«. Dies ist eine gesetzlich flankierte Transaktion, die meines Erachtens nur so weit gerichtlich einschränkt werden kann, wie es das BAG getan hat.

DÖRING Ich hätte ein Problem damit, für abgeleitete Rentnergesellschaften – in der Praxis einhergehend mit Betriebsschließungen – die Anforderungen zu erhöhen. Ich kann die Sicht des PSV verstehen, aber es wäre aus meiner Sicht ein kräftiger Ein-

»Unter dem Gesichtspunkt der Langlebigkeit sehe ich es kritisch, sehr kleine Rentnergesellschaften eigenständig zu gestalten.«

TORSTEN WEISSMEIER

griff in die Grundrechte der unternehmerischen Freiheit. Schließlich ist die abgeleitete Rentnergesellschaft nichts anderes als das Produkt meiner unternehmerischen Entscheidung, mein Unternehmen nicht weiter fortführen zu wollen. Das Erschweren einer solchen Entscheidung kollidiert sofort mit den Grundrechten. Eine wie auch immer ausgestaltete Regelung kann also nur in verhältnismäßigem Umfang erfolgen. Hier kommt wieder die praktische Konkordanz der Interessen der Arbeitnehmer und der Interessen des Unternehmens zum Tragen.

BUDDENBROCK Da bin ich bei Kollege Döring. Es ist schlicht und ergreifend ein Grundrecht, mit meinem Eigentum umzugehen. Bei Nutzung der gesetzlichen Gestaltungsmöglichkeiten wird man den Vorwurf des Gestaltungsmissbrauchs nie ganz ausschließen können. Das bedeutet aber nicht, dass Gestaltungsmissbrauch vorliegt.





KÖSTER Wenn Sie als Buy-out-Anbieter von einem Unternehmen bezüglich der Übernahme einer Rentnergesellschaft angesprochen werden, ist es Ihnen doch völlig egal, ob es sich um eine abgeleitete oder eine originäre Rentnergesellschaft handelt. Sie werden sich die ökonomischen Rahmenbedingungen anschauen – die sind identisch – und einen Preis dahinter schreiben. Sie haben völlig recht, die Rechtslage ist für beide Gesellschaftstypen unterschiedlich, aber aus ökonomischen Gesichtspunkten heraus sehe ich keinen Unterschied.

WEISSMEIER Wir schauen uns solche Transaktionen in der Tat immer unter denselben Aspekten an. Die Kapitalisierungsanforderungen, die wir an das Unternehmen, aber auch an uns selber stellen, machen da überhaupt keinen Unterschied. Da achten wir auf Reputation und Nachhaltigkeit.

Sind denn beim PSV schon Störfälle aus abgeleiteten Rentnergesellschaften aufgepoppt?

KÖSTER Wir wissen gar nicht sicher, wie eine Gesellschaft, die jetzt nur noch Rentenverpflichtungen hat, überhaupt entstanden ist. Wir wissen noch nicht einmal, ob

eine solche Gesellschaft sozusagen schon immer eine Rentnergesellschaft war oder ob und, falls ja, bis wann sie auch aktives Geschäft hatte.

Auch im Insolvenzfall stellen Sie das nicht fest?

KÖSTER Dann möglicherweise schon. Dann wäre die Frage, was denn wann passiert ist. Wenn eine Rentnergesellschaft insolvent wird, handelt es sich offensichtlich um einen Störfall. Aber das ist kein Massenphänomen. Übrigens: Im Insolvenzfall prüft der PSV generell, ob schadensmindernde Ansprüche gegenüber Dritten bestehen.

Nun haben wir viel über die initiale Ausstattung einer Rentnergesellschaft gesprochen. Aber die Rentnergesellschaft sollte nicht nur anfänglich, sondern auch noch in 20 oder 30 Jahren in der Lage sein, ihre Verpflichtungen zu erfüllen. Wie kann man das sicherstellen?

DÖRING In den letzten sechs, sieben Jahren haben sich hierfür bereits Strukturen entwickelt. Die gehen Richtung Governance, CTA-Absicherung und Pensionsfonds oder auch weiterer Sicherungsmittel wie beispielsweise Bürgschaften.

HEINIZ Große Deals gehen typischerweise von großen Unternehmen aus, die komplexe bAV-Strukturen haben – also CTAs, Pensionsfonds und manches mehr. Hier der Rentnergesellschaft keine Governance vorzugeben, wäre ein Show Stopper. Wir haben viel Sympathie dafür, das zu nutzen, was im deutschen bAV-Markt bereits vorhanden ist. Wir haben etablierte und bewährte Good Governance-Strukturen hinter den genutzten Finanzierungsvehikeln. Das gilt für CTAs ebenso wie für den erwähnten Pensionsfonds.

BUDDENBROCK Wir würden immer eine Governance vorgeben. Also: wie die Kapitalanlage zu erfolgen hat, wie nachhaltig sie sein muss, wie sicher sie sein soll, ob ggf. Sicherungsvehikel wie ein Treuhänder eingeschaltet werden müssen ... Man beachte die Aussage des BAG, dass bei nicht hinreichender Ausstattung das Unternehmen in eine Schadensersatzpflicht läuft. Wenn es aber keinen Schaden gibt, kann sich eine solche Pflicht nicht manifestieren. Das bedeutet, dass die anfängliche Ausstattung nachrangig sein kann, wenn ich Nachhaltigkeit lebe. Das Unternehmen kann auch für den Fall einer Unterfinanzierung nach den ersten zehn Jahren beispielsweise über Sicherungsstrukturen einstehen. Zudem –

ich stimme den Vorrednern zu – gibt es beaufsichtigte Vehikel wie den Pensionsfonds, die sich wunderbar mit einer Rentnergesellschaft kombinieren lassen. Der Pensionsfonds muss nach VAG zu jedem Zeitpunkt so ausgestattet sein, dass er stets die Erfüllung der laufenden Leistung gewährleisten kann. Eine solche Kombination kann über den Stichtag der Ausgliederung hinaus eine Nachhaltigkeit gewährleisten.

KÖSTER Ich höre mit Freude, dass auch der Pensionsfonds als Gestaltungsvariante einer Rentnergesellschaft ins Spiel kommt. Wenn man ganz ehrlich ist, macht eine Rentnergesellschaft am Ende nichts anderes als eine EbAV, nur unreguliert. Jetzt will ich nicht zwingend nach einer Regulierung der Rentnergesellschaften rufen. Aber die Einbeziehung eines Pensionsfonds hätte für mich den Charme, dass sie die Regulierung mitbringt, ohne dass man explizit nach ihr rufen müsste.

WEISSMEIER Regulierte Instrumente wie der Pensionsfonds bieten nicht nur zusätzlichen Schutz für die Rentner und damit – unter Reputationsgesichtspunkten – auch für deren ehemaligen Arbeitgeber, sondern auch für einen Erwerber der Rentnergesellschaft.



TORSTEN WEISSMEIER

»Die Regulierungstendenz hat beigetragen, dass die leistungsorientierte bAV so gut wie verschwunden ist ... insofern ist die Rentnergesellschaft eigentlich auch ein wenig ein Bewahrer des Prinzips der festen Zusage.«

Torsten Weißmeier gestaltet seit Ende 2022 das Angebot von Pension De-Risking-Lösungen für deutsche Unternehmen bei Crestline Pension Partners. Der 47-jährige Weißmeier, der aus Köln stammt, hat über 23 Jahre Erfahrung im Bereich Structured Finance und implementierte zwischen 2004 und 2016 strategische Treasury-Transaktionen bei der Lloyds Banking Group in London, unter anderem für die Pensionspläne des Konzerns. Vorherige Stationen waren Eurohypo AG London und Credit Suisse First Boston, ebenfalls in London. Der Diplom-Kaufmann ist CFA Charterholder und Fellow des Chartered Institute of Management Accountants.

Der globale, alternative Investment Manager **Crestline** mit Hauptgeschäftssitz in Fort Worth, Texas, USA, verwaltet derzeit über 18 Milliarden USD, unter anderem für Pensionspläne. Das europäische Crestline-Team hat seinen Sitz in London, mit Torsten Weißmeier in Köln.

Seit 2019 ist Crestline im US Markt für Altersvorsorge aktiv und bietet Rentenversicherungsprodukte sowie Anlageverwaltung über seine (Rück-)Versicherungstöchter CL Re und CL Life and Annuity Insurance Company an. Anfang 2023 ist Crestline unter Crestline Pension Partners in den deutschen Markt für Pension De-Risking mit dem Anspruch eingetreten, Pension Risk Transfer-Lösungen anzubieten, die institutionellen Standards entsprechen. *BAZ*

Der Pensionsfonds also das neue Mittel der Wahl für die nachhaltige Ausgestaltung einer Rentnergesellschaft?

WEISSMEIER Generell sehe ich den Pensionsfonds als probates Gestaltungsmittel für eine Rentnergesellschaft an, insbesondere zur Absicherung der laufenden Leistungen. Im Hinblick auf unverfallbar Ausgeschiedene ist das ein bisschen schwieriger, aber langfristig ebenfalls sehr interessant.

Gerade im Zusammenhang mit dem Pensionsfonds auch wichtig: Langlebigkeit. Nach meiner Beobachtung wird diese insbesondere bei kleineren Transaktionen enorm unterschätzt. Ich finde es unter dem Gesichtspunkt des Risikos der Langlebigkeit sehr kritisch, sehr kleine Rentnergesellschaften auf komplett eigenständiger Basis zu gestalten – es sei denn, man hat eine sehr auskömmliche Kapitalausstattung, welche die höheren biometrischen Risiken abdeckt. Ein Pensionsfonds bietet dagegen die Möglichkeit, kleinere Bestände innerhalb eines geschützten Rahmens zu bündeln. Das wäre dann hinsichtlich der Verbindlichkeiten echtes De-Risking.

BUDDENBROCK Die erste Rentnergesellschaft, die ich beraten habe – das war 2011, also kurz nach dem einschlägigen Urteil des BAG –, hat einen Pensionsfonds eingebunden. Die Versorgungsverpflichtungen wurden in einem ersten Schritt auf den Fonds ausgelagert, in einem zweiten der Pensionsfondsvertrag auf die Rentnergesellschaft ausgegliedert. Hintergrund war meine Überlegung, dass laut VAG der Pensionsfonds für laufende Leistungen immer ausfinanziert sein muss und beaufsichtigt ist. Damit kann das Unternehmen davon ausgehen, dass auch die arbeitsrechtlichen Anforderungen erfüllt sind und die Ausstattung der Rentnergesellschaft der

BAG-Sichtweise entspricht. Ich bin ein Fan des Pensionsfonds; er ist ein gutes Mittel, um Nachhaltigkeit zu leben.

DÖRING Der Pensionsfonds ist eine starke Ergänzung zur Rentnergesellschaft, da sind wir uns offensichtlich alle einig. Er erhöht nochmals die Anforderungen an Kapitalausstattung und Governance. Verhindern sollte man, dass ein nicht-versicherungsförmiger Pensionsfonds in einen versicherungsförmigen umzuwandeln ist, weil Nachdotierungen nicht geleistet werden können. Hilfreich ist daher, einen Anwärterbestand dabeizuhaben – schließlich sichert dieser liquide Mittel.

Aber: Man kann nie davon ausgehen, dass mit der ausreichenden Dotierung des Pensionsfonds auch die Rentnergesellschaft ein für alle Mal ausfinanziert ist. Vielmehr muss man noch einen weiteren Risikopuffer schaffen, der als kommunizierende Röhre mit dem Pensionsfonds funktioniert. Über diesen muss ich sicherstellen, dass ich fällige Nachschüsse an den Pensionsfonds leisten kann. Und übrigens darf der Pensionsfonds Überschüsse auch wieder zurückgeben.

WEISSMEIER Guter Punkt. Der Pensionsfonds wird niemals in Isolation funktionieren, sondern nur in Kombination mit einem CTA, das dann Nachschüsse auch wirklich leisten kann.

BUDDENBROCK Das ist für mich ein ganz zentraler Punkt. Ich sehe es andauernd in Präsentationen bei Unternehmen, dass die Alternativen Ausfinanzierung über CTA, Auslagerung auf einen Pensionsfonds und Buy-out über eine Rentnergesellschaft einander gegenübergestellt werden. Es geht aber nicht darum, welche dieser Alternativen besser ist. Es geht um eine Gestaltungsberatung, um ein Konzept. Und ein

»Einen Anwärterbestand dabeizuhaben, sichert liquide Mittel.«

RENÉ DÖRING

Konzept ist dann gut, wenn es passt. Und es passt dann, wenn seine verschiedenen Bausteine zueinander passen. Die Rentnergesellschaft lässt sich sehr gut mit einem Pensionsfonds und/oder einem CTA kombinieren. Auch Bürgschaftserklärungen für fällig werdende Nachschüsse können ein sinnvolles Element darstellen, potenziell auch über die ersten zehn Jahre hinaus.

KÖSTER Alles, was wir hier besprechen, hat auch seinen Preis. Wenn ich mich in die Rolle eines Arbeitgebers hineindenke, der das Thema bAV »irgendwie« beenden möchte und vor diesem Hintergrund mit potentiellen Erwerbfern seiner Rentnergesellschaft spricht, würde ich am Ende auch über den Preis gehen. Wie geht man als Anbieter mit dieser Herausforderung um – BAG-Konformität und nachhaltige, langfristige Sicherheit auf der einen und Kompetitivität auf der anderen Seite?

WEISSMEIER Es ist wichtig, mit dem abgehenden Unternehmen ehrlich und transparent über die Risiken zu sprechen. Das Unternehmen möchte seine Rentnergesellschaft natürlich so günstig wie möglich veräußern, aber es möchte auch kein Risiko einer späteren Schadensersatzpflicht oder einer späteren Nachschussverpflichtung behalten und vor allem auch kein Reputationsrisiko eingehen. Diese Waagschalen sind auszubalancieren.

KÖSTER Können wir sicher sein, dass beispielsweise eine zuweilen doch relativ kurzfristig denkende PE-Gesellschaft, die das Unternehmen in fünf Jahren planmäßig sowieso wieder verkaufen wird, das Reputationsrisiko ernsthaft interessiert?

BUDDENBROCK Nein. Aber wir sprechen ja nicht nur von Unternehmen, die sich ihrer bAV endgültig entledigen möchten.

Eben das ist bei einem Gang in eine Rentnergesellschaft nicht zwingend der Fall. Oft hat ein Unternehmen einfach nur ein berechtigtes Interesse an einer Neugestaltung. Nehmen wir einen seit Jahrzehnten bestehenden Konzern an. Der hat früher etwas produziert, nach dem heute keinerlei Nachfrage mehr besteht. Also hat er heute vielleicht 20 Tochtergesellschaften, die weitestgehend nicht mehr operativ tätig sind, aber noch Verpflichtungen aus bAV haben. Hier kann ein Konzernlenker durchaus Interesse an einer Bündelung, Vereinheitlichung und Kosteneinsparung haben. Und hier kann die Rentnergesellschaft ins Spiel kommen – auch ohne dass das Unternehmen die bAV an sich beenden will.

DÖRING Am Ende des Tages kommen wir wieder auf die Zwecksetzung einer Rentnergesellschaft zurück. Soll die Rentnergesellschaft für die späteren Leistungen wirklich alleine verantwortlich, also eigener Risikoträger sein – oder vielmehr eine Service-Gesellschaft?

KÖSTER Gut, aber den Kandidaten im M&A-Bereich geht es doch nicht um Bündelung und Vereinheitlichung. Die großen deutschen Konzerngesellschaften, da bin ich bei Ihnen, haben ganz bestimmt das Reputations Thema. Denen ist nicht egal, wie ihre Rentnergesellschaft in fünf oder zehn Jahren dasteht. Aber andere können sich das im Zweifel schon erlauben. Denen geht es meines Erachtens doch um etwas anderes.

Wer kann sich das im Zweifel erlauben?

KÖSTER Nehmen wir das Beispiel einer XY Capital auf den Bermudas, die vielleicht als PE-Investor mal ein paar Jahre in einem bestimmten Geschäftsfeld unterwegs ist



und in dieser Zeit Unternehmen übernimmt und wieder veräußert. Bei der ist das Reputationsthema doch ein anderes als bei einem großen deutschen Unternehmen, das schon seit hundert Jahren existiert und das es auch in hundert Jahren noch geben soll. Auch ein Unternehmen, das das Land verlassen will, weil es in Deutschland kein operatives Geschäft mehr möchte, wird anders auf die Reputation blicken als ein Unternehmen, das in Deutschland weiter strategisch tätig sein will.

BUDDENBROCK Zum einen haben wir Rechtsprechung. Der Arbeitgeber ist in der Verantwortung. Und diese Verantwortung endet nicht nach zehn Jahren. Am Markt wird gerne kolportiert, nach zehn Jahren sei der Arbeitgeber »raus«. Nein, der Schadensersatzanspruch endet nicht nach zehn Jahren. Wenn das ausgliedernde Unternehmen die Rentnergesellschaft nicht nachhaltig ausgestaltet, greift ein Schadensersatzanspruch auch darüber hinaus. Und im Schadensfall geht dieser Anspruch auf den PSV über. Das ist die aktuelle Rechtslage. Sicherheit ist also da. Diese Sicherheit kann man nur erhöhen, wenn die Rentnergesellschaft beaufsichtigt wird – was nicht heißen soll, dass ich mich dafür ausspreche.

Zwingend ist das aber nicht?

BUDDENBROCK Natürlich gibt es – wie in allen Bereichen – Ausreißer. Und es gibt immer Akteure, die sich nicht BAG-konform verhalten. Und natürlich kann ein Arbeitgeber das Risiko eines späteren Schadensersatzanspruches eingehen. Ich sage nicht, dass ein solches Vorgehen gesellschaftspolitisch richtig und schön ist, aber es ist nicht verboten. Wie schon besprochen, kann ich das Modell aber auch so ausgestalten, dass es für die Rentner nie zu

» Hier braucht es auf keinen Fall Solvency II.«

JOHANNES HEINIZ





»Eine Rentnergesellschaft macht am Ende nichts anderes als eine EbAV, nur unreguliert.«

BENEDIKT KÖSTER

einem Schaden kommen wird. Dann kann ich als Unternehmen auch guten Gewissens Sicherheiten für spätere Nachschüsse stellen. Wir dürfen nur eines nicht aus den Augen verlieren: Der Arbeitgeber handelt auch bilanzmotiviert, er strebt mit der Rentnergesellschaft einen bilanziellen Abgang an. Man muss also genau prüfen, ob eine verbleibende Eventualverbindlichkeit den bilanziellen Abgang gefährden kann.

HEINIZ Richtig, Bürgschaftsvereinbarungen und ähnliches dürfen den Bilanzeffekt nicht zerschießen. Das ist im Moment nur schwer zu beurteilen, denn wir haben noch keine Standards und auch keine IDW-Stellungnahme zu diesem Punkt.

Heißt das, wenn das Unternehmen noch ein gewisses Risiko oder eine Einstandspflicht behält, ist ein bilanzielles Settlement unter Umständen nicht möglich?

HEINIZ Genau, das kann die Konsequenz sein.

Ist also die bilanzielle Behandlung – abgesehen von diesen Zweifelsfällen – nicht wirklich geklärt?

HEINIZ Im Wesentlichen ist das geklärt. Aber immer unter der Prämisse eines klassischen Falles, bei dem zum Zeitpunkt X sämtliche Risiken auf die Rentnergesellschaft übergehen – also keine Risiko-Sharing-Modelle, wie wir sie eben besprochen haben und unter denen zum Beispiel das abgebende Unternehmen die biometrischen Risiken »oberhalb von Heubeck« behält. Nur bei einer klaren Transaktionsstruktur kommt es zu einem Settlement nach dem zehnten Jahr. Während der ersten zehn Jahre, also während des Nachhaftungszeitraums, behält letztlich das Unternehmen den auf diesen Zeitraum entfallenden Teil der Verpflichtung

in seiner Bilanz. Auf der Aktivseite wird dieser Rückstellung ein Vermögenswert in gleicher Höhe gegenübergestellt. Bei den ersten Transaktionen, die wir gesehen haben, war das anders, da wurde ein Settlement gleich zum Transaktionszeitpunkt durchgeführt. Aber in der Zwischenzeit hat sich das Settlement im Jahr elf zumindest unter den Big Four herauskristallisiert.

KÖSTER Steht das nicht in gewissem Widerspruch dazu, dass wir eben über Nachhaftungsrisiken über das Jahr zehn hinaus gesprochen haben? Sehen die Wirtschaftsprüfer dies nicht so?

BUDDENBROCK Ich denke, die WP sehen das durchaus so. Ich bin keiner, aber wenn ich die Rentnergesellschaft bei ihrer Ausgliederung mit Vermögen dotiere, bei dem ich – auch unter Berücksichtigung der BAG-Brille – davon ausgehen kann, dass es ausreicht, alle künftigen Verpflichtungen zu erfüllen, und gerade keine Schadensersatzansprüche entstehen, dann werde ich doch als WP von einem kompletten Abgang ausgehen.

Was passiert eigentlich, wenn sich innerhalb der ersten zehn Jahre herausstellt, dass die Rentnergesellschaft unterfinanziert ist? Wird dann nur das nachgeschossen, was bis zum Ablauf der Zehnjahresfrist nötig ist, oder sollte hier grundsätzlich neu kapitalisiert werden müssen?

DÖRING Es gibt unternehmerische Freiheiten, die kann und sollte man nicht durch Gesetze eingrenzen und einfangen. Wenn die Rentnergesellschaft anfänglich vernünftig ausfinanziert, das Kapital vernünftig angelegt und nichts Unstandesgemäßes getan wurde, warum soll das ausgliedernde Unternehmen dann nachträglich für eine weitere Kapitalisierung haften?

BUDDENBROCK Der Gesetzgeber und die Rechtsprechung haben Leitplanken vorgegeben, die als Schutzmechanismus reichen sollten.

Sollten diese Leitplanken denn eventuell angepasst werden?

KÖSTER Meines Erachtens spricht einiges dafür. Nehmen wir an, sieben Jahre nach ihrer Ausgliederung stellt sich heraus, dass die Rentnergesellschaft noch die Renten der kommenden fünf Jahre zahlen kann, aber ab dem 13. Jahr nicht mehr. Ist das noch ein Thema für das abgebende Unternehmen? Dazu haben wir unterschiedliche Meinungen. Ich denke, dass man im Laufe dieser ersten zehn Jahre ganz genau hinschauen sollte. Nur die anfängliche Ausstattung der Rentnergesellschaft zu betrachten und dann ausschließlich die während der ersten zehn Jahre fälligen Leistungen zu betrachten, greift meines Erachtens zu kurz. Ja, die Rechtslage ist momentan so, aber ich finde das inhaltlich nicht vernünftig.

BUDDENBROCK Das BAG hat das Umwandlungsgesetz im Hinblick auf die Rentnergesellschaft ausdrücklich nicht eingeschränkt. Vergessen wir nicht, dass das Umwandlungsgesetz nicht explizit die Ausgliederung von Rentnergesellschaften erfasst, sondern vielmehr eine bundesgesetzliche Regelung ist, bei der es um die umwandlungsrechtliche Umgestaltung von Unternehmen geht. Wenn ich das einschränke, wo hat das denn noch überall Auswirkungen?

Wir haben aber doch schon immer ein Sonderrecht in der bAV.

BUDDENBROCK Ja, in diesem Fall ausgeteilt durch das BAG. Und mit der zehnjäh-

rigen Nachhaftung im Umwandlungsrecht berücksichtigt.

DÖRING Auch zu berücksichtigen: Der Betriebsrentner hat auch ohne Rentnergesellschaft keine Garantie, dass das Unternehmen, bei dem er angestellt war, in zehn Jahren und darüber hinaus noch existiert und leistungsfähig ist. Dieses Risiko des Rentners darf und soll bei einer Ausgliederung auf eine Rentnergesellschaft nicht höher sein, als wenn seine Versorgungsverpflichtung beim ursprünglichen Unternehmen verblieben wäre. Wir dürfen die Rentnergesellschaft aber auch nicht in irgendeiner Weise zu einer Versicherung umwandeln, die dem Rentner seine Zahlungen bis auf den letzten Cent garantiert. Das wäre dann eine wesentliche Besserstellung, und eine solche ist nicht vertretbar.

Die Rentner sind das eine, aber was ist mit dem PSV, der die Gemeinschaft der bAV betreibenden Arbeitgeber repräsentiert?

DÖRING Die Gemeinschaft hat ebenso wenig wie der einzelne Rentner die Sicherheit, dass der Arbeitgeber – auch ohne Ausgliederung einer Rentnergesellschaft – in zehn, 15 oder noch mehr Jahren noch existiert.

BUDDENBROCK Genau. Der PSV ist ein bezahlter Versicherungsschutz des Arbeitgebers für ein Unternehmensausfallrisiko. Solange wir uns in dem gesetzlichen Rahmen bewegen, keinen Gestaltungsmissbrauch betreiben und es also nicht zu einer vorsätzlichen Schädigung kommt, ist das doch genau der Einsatzzweck des PSV. Und ob ein produzierendes Unternehmen oder eine initial hinreichend dotierte Rentnergesellschaft ausfällt, ist genau das gleiche.

KÖSTER Das sehe ich nicht so.



CHRISTIAN VON BUDDENBROCK

»Enttabuisierung schaffe ich durch Vertrauen, Vertrauen durch vertrauensbildende Maßnahmen.«

Christian von Buddenbrock ist seit April Partner bei DLA Piper in Düsseldorf und ein erfahrener Partner im Bereich Arbeitsrecht, insbesondere als Experte für die bAV. Vor dem Wechsel zu DLA war er rund 14 Jahre bei Advant Beiten (damals Beiten Burkhardt), seinerzeit kommend von Marccus Partners (heute DWF). Buddenbrock war maßgeblich an der Einführung des ersten Sozialpartnermodells in Deutschland beteiligt – dem der Uniper SE. Er ist ebenfalls

Mitglied des Eberbacher Kreises der deutschen Pensionsrechtler.

DLA Piper zählt mit Büros in über 40 Ländern in Afrika, Asien, Australien, Europa, dem Nahen Osten sowie Nord- und Südamerika zu den großen internationalen Wirtschaftskanzleien. In Deutschland operiert DLA Piper seit mittlerweile zwei Dekaden, vertreten mit mehr als 290 Anwältinnen und Anwälten. Die jüngst verstärkte Praxisgruppe Employment zählt mittlerweile wieder rund 30 Köpfe, darunter 5 Partner. BAZ

» Gewisse Versorgungslandschaften lassen sich schlicht nicht in ein Versicherungskonstrukt übersetzen.«

TORSTEN WEISSMEIER



Jetzt sind wir an dem Punkt, den Sie, Benedikt Köster, vor zwei Jahren in Ihrem Aufsatz ausgeführt haben. Sie sagen dort, dass Sie es durchaus kritisch sähen, wenn das Modell der veräußerten Rentnergesellschaft sich weiter durchsetze, weil sich dadurch das Risikoprofil des PSV ändere. Schließlich hänge das Risiko der PSV-Einstandspflicht dann allein von der Kapitalanlage der Rentnergesellschaft ab und nicht mehr von einem operativen Unternehmenserfolg. Dies gelte insbesondere dann, wenn bei der Rentnergesellschaft die Überrendite im Fokus stehe. Würden Sie das nach wie vor so unterschreiben?

KÖSTER Dem Grunde nach hat sich meine Einschätzung nicht geändert. Wenn man allerdings das derzeitige Volumen des Rentnergesellschafts-Marktes und dessen voraussichtliche Entwicklung über die nächsten Jahre betrachtet, scheint mir aus Gesamtsicht des PSV kein großes Risiko vorzuliegen.

Wo sich meine Meinung etwas geändert hat, ist das Thema des Profitierens an der Überrendite. Vom Grundsatz her ist es für den Erwerber der Rentnergesellschaft durchaus legitim, an der Kapitalanlage verdienen zu wollen. Ich denke nur, dass dort, wo eine Chance liegt, auch ein Risiko eingegangen werden sollte. Ein Risiko hat der Anbieter aber nur, wenn er in die Rentnergesellschaft substantiell Eigenkapital eingebracht hat. Eine risikolose Chance mit vollständiger Verlagerung des Risikos auf den PSV und seine Mitgliedsunternehmen darf keine Option sein. Andere Modelle, die nicht auf das Thema Überrendite abzielen, sondern ein anderes Entlohnungsmodell vorsehen, haben diese Problematik nicht, sodass ich dort entspannter bin.

WEISSMEIER Natürlich spielt der Unternehmer hinsichtlich der langfristigen Sicherheit eine wesentliche Rolle. Wie versteht er seine Aufgabe? Ist er wirklich Risikoträger

und bereit, auch eigene Mittel in die Transaktion einzubringen?

Stellen also nur manche Rentnergesellschaften ein höheres Risiko für den PSV dar?

DÖRING Gehen wir vom Risikoprofil aus. Die Rentnergesellschaft hat eine einzige Verbindlichkeit, und das ist die Zahlung der Pensionsverpflichtungen. In der Insolvenz hat der PSV also keine weiteren Mit-Gläubiger. Er hat Zugriff auf die gesamte Masse der Rentnergesellschaft. Das produzierende Unternehmen hat ebenfalls seine Betriebsrentner, es hat aber vielleicht auch noch unbezahlte Lieferanten und sonstige Verbindlichkeiten. Die Chance, sich aus der Insolvenzmasse dieses Unternehmens befriedigen zu können, ist für den PSV natürlich auch gegeben, sie ist aber grundsätzlich geringer, weil er mit anderen Gläubigern konkurriert. Daher schätze ich das Risiko für den PSV und die von ihm vertretene Gemeinschaft bei einer Rentnergesellschaft sogar geringer ein als bei einem wirtschaftenden Unternehmen.

Und eine Rentnergesellschaft hat immer Plan Assets, ein wirtschaftendes Unternehmen möglicherweise ausschließlich Book Reserves, also im Insolvenzfall: nichts außer der Masse insgesamt. Das bringt mich zu einem weiteren Punkt: Wie werden die Vermögenswerte nachhaltig angelegt? Was bietet sich im derzeitigen Umfeld an? Zinsvolatilitäten, wie wir sie aktuell gesehen haben, kann es immer geben.

KÖSTER Nicht nur der Zins, auch die Inflation ist hier spannend.

Ja, auch die zeigt ja derzeit eine veritabel vitale Vola.

WEISSMEIER Auch und gerade in diesen volatilen Zeiten, in denen auch noch

geopolitische Risiken eine gewaltige Rolle spielen, muss Kernpunkt des Asset Managements die Sicherheit sein. Downside-Risiken müssen solide durch die Kapitalanlagestruktur abgedeckt werden. Punkt zwei: Da eine Rentnergesellschaft laufende Leistungen zahlt, spielt das Liquiditätsmanagement bei der Kapitalanlage eine wichtige Rolle. Insbesondere muss man auch Kapitalanlagen verwenden, die laufend Erträge generieren. Ich kann nicht nur darauf setzen, Exit Proceeds der Investments zu generieren, und damit riskieren, dass ich Wertpapiere zu inopportunen Zeiten veräußern muss. Weiterhin müssen die Erträge das Inflationsrisiko abdecken. Daher ist es wichtig, auch in reale Assets zu investieren und bei verzinslichen Wertpapieren auch mit variabel verzinsten Instrumenten zu arbeiten.

Das heißt, mehr Fixed Income, dividendenstarke Werte, weniger Private Markets?

WEISSMEIER Ich sehe hier keine grundsätzlichen Gegensätze. Private Markets können gerade im Private Debt-Bereich diese Funktion sehr gut erfüllen. Man muss natürlich darauf achten, das Anlageportfolio dem Verbindlichkeitsprofil der Auszahlungen anzupassen.

Advantage: Also LDI?

WEISSMEIER Ich würde es als ein modifiziertes LDI ansehen. Gerade die letzten zwei Jahre mit hoher Inflation haben gezeigt, dass LDI-Strategien auch mal ganz gewaltig nach hinten losgehen können. Wichtig ist, dass die planbare Rendite des Portfolios, die sich in Cashflow umsetzt, einen sehr großen Fokus einnimmt, also mehr Cashflow driven als Liability driven.

KÖSTER Gutes Stichwort. Ein möglicher Vergleich mit einer Rentnergesellschaft wäre die Liquidations-Direktversicherung. Eine solche ist ganz offensichtlich teurer als eine Rentnergesellschaft, aber das Thema Rentenzahlungen ist dann auch wirklich erledigt.

Also regulierte Liquidations-Direktversicherung statt Rentnergesellschaft?

KÖSTER Weiter gedacht wäre die – eben schon angerissene – Frage hier: Kann ich als Unternehmen das, was ich – abgesehen von der Enthftungsthematik – mit einer Rentnergesellschaft erreichen möchte, nicht genauso gut mit einem nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds erreichen?

HEINIZ Will ich meine Versorgungsverpflichtungen bündeln, deren Administration vereinfachen, ein professionelles Funding aufsetzen, und suche ich eine bilanzielle und/oder rechtliche Enthftung? Vieles kann ich mit einem CTA oder einem Pensionsfonds umsetzen, aber für die rechtliche Enthftung, also die Übertragung meiner bAV-Verbindlichkeiten auf einen anderen Rechtsträger, brauche ich die Rentnergesellschaft. Aber ja: Ich kann die Rentnergesellschaft mit CTA und Pensionsfonds kombinieren. Dann sind wir aus meiner Sicht – wir sprachen eben schon darüber – auch im richtigen GovernanceRegime, nämlich dem der bAV und nicht bei Solvency II.

Pensionsfonds, CTA, Rentnergesellschaft: Das wäre Ihr Königsweg?

HEINIZ Das ist ein möglicher Königsweg, um Reputationsthemen aufzufangen und Good Governance zu etablieren. Hierzu braucht es aber auf keinen Fall Solvency II!



» Man muss einen weiteren Risikopuffer schaffen, der als kommunizierende Röhre mit dem Pensionsfonds funktioniert.«

RENÉ DÖRING



BENEDIKT KÖSTER

»Die Einbeziehung eines Pensionsfonds hätte den Charme, dass sie die Regulierung mitbringt, ohne dass man explizit nach ihr rufen müsste.«

Benedikt Köster ist seit 2021 Mitglied im Vorstand des Pensions-Sicherungs-Vereins VVaG in Köln und dort zuständig für Betrieb und Finanzen. Zuvor war der promovierte Physiker und Astrophysiker als Senior Vice President bei der Deutschen Post DHL Group in Bonn für die nationalen operativen und finanzwirtschaftlichen Pensionsthemen sowie Pensionsaufgabenstellungen im Ausland zuständig. Vorherige Stationen waren Aon und PwC in Köln und London. Köster ist außerdem Mitglied in der Fachvereinigung Mathematische Sachverständige der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung sowie in der Deutschen Aktuarvereinigung e.V.

Der PSV ist eine Selbsthilfeeinrichtung der deutschen Wirtschaft und gesetzlicher Träger der Insolvenzversicherung für die bAV für rund 14 Millionen Menschen. Als VVaG operiert er auf der Basis seines gesetzlichen Auftrags im Interesse seiner circa 100.000 Mitglieder und deren Versorgungsberechtigten in der Bundesrepublik Deutschland und im Großherzogtum Luxemburg.

Die konservativ angelegten Kapitalanlagen des PSV von 8,5 Milliarden Euro dienen vor allem der Erfüllung der bestehenden Verpflichtungen, insbesondere der unmittelbaren Schadensabwicklung und der Finanzierung von Anwartschaften. Weitere rund zwölf Milliarden Euro werden über ein Versicherungskonsortium für Rentnempfänger verwaltet. BAZ

Ganz im Gegenteil: Dann wäre das Thema erledigt, und zwar aus ökonomischen Gründen. Die Prämien, die für eine Liquidations-Direktversicherung zurzeit aufgerufen werden, sind doch nur wenige Unternehmen bereit zu zahlen.

WEISSMEIER Bei der Liquidations-Direktversicherung gibt es noch weitere Aspekte zu beachten. Zum einen ist die bAV-Landschaft der Unternehmen meist sehr komplex. Die Rentnergesellschaft kann sich hierauf sehr flexibel einstellen. Eine versicherungsartige Lösung ist da starrer, gewisse Versorgungslandschaften lassen sich schlicht nicht in ein Versicherungskonstrukt übersetzen.

Zum anderen erhalten bei einer Liquidations-Direktversicherung die Versorgungsempfänger nur dann eine Rentenerhöhung, wenn der Versicherte gut performt und ausreichende Überschüsse generiert. Das ist aber nicht immer der Fall.

Sie meinen die Inflationsanpassung nach § 16 BetrAVG?

WEISSMEIER Genau.

BUDDENBROCK Stimme zu. Bei der Rentnergesellschaft muss ich die Rentenanpassungen der letzten zwanzig Jahre in die Zukunft prolongieren. Wenn ich dem die Liquidations-Direktversicherung gegenüberstelle, bei der Überschussanteile zur Rentenerhöhung genutzt werden, die aber im Zweifel nicht kommen, dann schade ich mit dem Versicherungsmodell doch demjenigen, für den ich die Ausfinanzierung überhaupt vornehme.

Aber noch kurz zu Johannes Heiniz' Punkt der Regulierung: Die mittelbar wirkende Regulierung des Pensionsfonds im Falle einer Integration in eine Rentnergesellschaft ist gut. Die würde mir aber

auch reichen. Haben wir nicht schon genug Regulierung in Deutschland? Brauchen wir noch mehr? Oder ist es nicht vielmehr sinnvoll, dass der Markt der Rentnergesellschaft sich selber reguliert und nicht durch gesetzgeberische Vorgaben, die erfahrungsgemäß immer noch weiter gehen?

DÖRING Ich würde sogar noch weitergehen und fragen: Haben wir nicht sogar schon eine direkte Regulierung?

BUDDENBROCK Völlig richtig.

Welche?

DÖRING Ursprünglich hatten wir eine fünfjährige Nachhaftungsfrist. Für alle anderen Verbindlichkeiten ist das gleich geblieben, für Versorgungsverbindlichkeiten aber auf zehn Jahre erhöht worden. Ist das, zusammen mit der Rechtsprechung des BAG, nicht schon die Antwort des Gesetzgebers gewesen? Bedenken wir: Wenn wir hier noch mehr Regulierung einführen, wie weit sind wir dann noch von einer Regulierung der Direktzusagen entfernt? Damit bin ich wieder bei meinem Lieblingsthema, dem Eingriff in die unternehmerische Freiheit. Wir bewegen uns da immer auf einem schmalen Grat. Und die Praxis zeigt relativ häufig, dass Regulierung nicht zwingend dem Schutz der Beteiligten dient, sondern eben auch viele Nachteile mit sich bringt.

WEISSMEIER Die Regulierungstendenz hat doch schon in vielen Ländern – vielleicht auch in Deutschland – dazu beigetragen, dass die leistungsorientierte bAV so gut wie verschwunden ist. Heute werden eher implizite Sparverträge für die einzelnen Beschäftigten eingerichtet, bei denen das Kapitalmarktrisiko praktisch komplett auf die Leistungsberechtigten übertragen wird.

» Sehr grob liegt das De-Risking-Potential in Deutschland bei 600 Milliarden Euro DBO nach IFRS.«

JOHANNES HEINIZ



Das ist vielleicht auch ein positiver Aspekt der Rentnergesellschaft, dass sie auch ein Instrument ist, dieses leistungsorientierte Konzept zu erhalten – zumindest dann, wenn ihre Erwerber als Risikoträger bereit sind, hier mit ins Risiko zu gehen. Insofern ist die Rentnergesellschaft eigentlich auch ein wenig ein Bewahrer des Prinzips der festen Zusage – und falls solide strukturiert, dann sicher zum Vorteil der Leistungsempfänger.

Brauchen wir eine europäische Richtlinie mit einer Art Level-II-Regulierung? Oder genau das auf keinen Fall?

KÖSTER Ich bin ein absoluter Verfechter der unternehmerischen Freiheit. Solange ich ein operativ tätiges Unternehmen habe und mir überlege, ob ich eine Direktzusage erteile, ob ich einen Pensionsfonds oder ein CTA einrichte, ob ich eine Rückstellung bilden oder ausfinanzieren möchte, ist das allein meine unternehmerische Entscheidung.

Aber: Ab dem Zeitpunkt, zu dem ich meine unternehmerische Tätigkeit komplett beenden will und mich aus meiner Haftung zurückziehen möchte, ist es meines Erachtens nicht mehr eine Sache allein der unternehmerischen Freiheit. Hier sollte man sehr wohl auch andere Aspekte in Betracht ziehen. Dann muss man vielleicht doch mal eine mögliche Regulierung erwägen. Ich hatte es schon mal gesagt, eine Rentnergesellschaft macht vom Grundsatz her kein anderes Geschäft als eine EbAV. Vielleicht muss man doch nochmal etwas stärker auch in diese Richtung denken und das akzeptieren.

HEINIZ Ich denke, da sind weite Teile des Marktes schon. Man darf nicht vergessen: Wir reden hier von wirklich materiellen Kapitalbeträgen, allein schon die

Rückstellung nach HGB hat relativ gesehen meist ein enormes Volumen. Dazu kommen dann noch gewisse Top-ups, um Risiken und Kosten abzusichern. Der Erste, der ein materielles Interesse daran hat, dass die Rentnergesellschaft valide strukturiert wird, ist doch das abgebende Unternehmen, allein schon wegen Nachhaftung und etwaiger Schadensersatzpflichten. Also haben alle ein Interesse daran, saubere Strukturen aufzusetzen.

Wenn wir schon bei Größenordnungen sind: Welches grundsätzliche Potential haben wir in Deutschland heute theoretisch?

HEINIZ Wir rechnen dies im simplen Dreisatz. Bei der Rentnergesellschaft stehen die Direktzusagen im Fokus. Allerdings sehen wir mittlerweile auch besagten Pensionsfonds mit im Spiel, denn auch hier gibt es Potenzial für den Transfer auf eine Rentnergesellschaft, schließlich haben wir hier im Wesentlichen Verpflichtungen gegenüber Rentnern und Ehemaligen.

Ergo: Allein die steuerliche Bemessungsgrundlage für die betreffenden Verpflichtungen liegt bei ungefähr 300 Milliarden Euro, diese zur Näherung verdoppelt ergibt sehr grob ein Gesamtpotenzial für das De-Risking in Deutschland von ungefähr 600 Milliarden Euro DBO nach IFRS. Dann lassen Sie uns in die Nachbarländer schauen, die schon sehr entwickelte Buy-out-Märkte haben, also die Niederlande, UK und Irland. Innerhalb eines Zeitraums von zehn, 15 Jahren wurden dort grob zwanzig Prozent der dafür in Frage kommenden Verpflichtungen ausgelagert. Wenn wir dies auf Deutschland übertragen und unterstellen, wir würden irgendwann – in fünf, in zehn Jahren – auf ähnliche Werte kommen, dann wären wir bei einem Potenzial von einhundert Milliarden Euro plus, also einem Potenzial

mindestens so groß wie der Pensionsfonds heute.

Und Stand heute?

HEINIZ Demgegenüber steht das tatsächliche Transaktionsvolumen, das wir am deutschen Markt zurzeit sehen. Hierzu gibt es keine öffentliche oder offizielle Statistik, aber wir können davon ausgehen, dass diese Zahl sehr klein ist, also vielleicht bei maximal einer Milliarde Euro liegt. Aber das Potenzial ist da. Die Frage ist nur, wann startet der Markt in Deutschland?

Nochmal zum Bilanziellen: Bis vor gut zwei Jahren war im Zuge der Niedrigzinsphase auch gerade die Verbesserung der Bilanzkennzahlen ein wesentlicher Treiber. Seitdem ist der Zins deutlich gestiegen. Verringert dieser Umstand die Attraktivität einer Rentnergesellschaft?

HEINIZ Ganz im Gegenteil. Gerade gegen Ende der Niedrigzinsphase stand die Frage im Raum, wie es weitergeht. Die letzten zwei Jahre haben dann auch eindrücklich gezeigt, wie schnell das Zinsumfeld sich ändern kann. Heute, bei einem – zumindest historisch betrachtet – normaleren Zinsniveau ist das Risiko, dass man sich »zu einem schlechten Zeitpunkt« für eine Buy-out-Transaktion entscheidet, deutlich geringer, als dies noch vor zwei, drei Jahren der Fall war.

Einerseits drückt die Bilanz weniger, weil der Rechnungszins höher ist, andererseits ist die Auslagerung aber auch billiger?

WEISSMEIER Ja, das ökonomische Pricing einer Buy-out-Transaktion ist heute viel günstiger als noch vor zwei Jahren.

BUDDENBROCK Auch ich beobachte, dass Unternehmen sich derzeit intensiv mit der

Rentnergesellschaft als Option beschäftigen, denn wie gesagt: Sie ist schlicht billiger geworden. Und wir haben nun gerade extreme Zinsvolatilitäten deutlich erlebt. Bei der Dekonsolidierung geht es im Kern doch darum, das Bilanzbild frei von Zinsvolatilitäten zu halten. Ich glaube, wenn wir jetzt noch ein bisschen die Entwicklung abwarten und sich sukzessiv Standards herauskristallisieren, werden wir zahlreiche Transaktionen sehen. Ein wenig wie früher mit dem Pensionsfonds: Anfänglich das kleine ungeliebte Kind, das keiner haben wollte. Wenn man sich die heutigen Zahlen anguckt, kann davon keine Rede mehr sein.

HEINIZ Genau. Selbst beim nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds war es auch nicht so, dass er auf den Markt kam und sofort riesige Volumina anzog, sondern es brauchte erhebliche Anlaufzeit. So wird es auch bei der Rentnergesellschaft sein. Es braucht ein Stück weit das Durchsetzen von Standards, vielleicht braucht es auch den einen oder anderen Großen, der als First Mover in den Markt tritt. Dann kann die Rentnergesellschaft relativ schnell Fahrt aufnehmen.

KÖSTER So nah am Markt bin ich nicht. Aber in den Gesprächen, die ich in letzter Zeit geführt habe, bekomme ich auch mit, dass sich die Unternehmen verstärkt damit beschäftigen, Zinsrisiken aus ihren Bilanzen zu nehmen. Und natürlich macht es bei der Dotierung viel aus, ob ich eine Null- oder Drei-Prozent-Zinseinlage habe. Die Deckungsgrade der Versorgungsverpflichtungen sind insgesamt auch deutlich angestiegen. Eine Transaktion auf eine Rentnergesellschaft sollte also einfacher möglich sein, als es vor zwei, drei Jahren der Fall war.

Schließen wir den Kreis: Der Markt ist also heute aus Sicht der Rentnergesellschaft sogar günstiger als vor zwei Jahren. Woran fehlt es dann? Was müsste getan werden, um diesem Modell zum Durchbruch zu verhelfen?

WEISSMEIER Die Unternehmen werden sich zunehmend bewusst, dass die in ihren Bilanzen abgebildeten Zahlen nicht unbedingt mit dem unterliegenden Risiko übereinstimmen. Ich betone hier erneut die Langlebigkeit. Schauen Sie ins Ausland, dort werden zahlreiche Transaktionen durchgeführt, und dies nicht nur aus Gründen der Bilanzkosmetik. Der Wunsch der Unternehmen nach einem umfassenden De-Risking muss sich mit einem soliden und nachhaltigen Konzept treffen, das auch unter Reputationsgesichtspunkten besteht. Oder ein solches Konzept wird in Verbindung mit einem großen M&A-Deal als eine Referenz-Transaktion geschaffen. Auf jeden Fall wäre es wichtig, dass die Konzeptstruktur als Vorzeigebispiel am Markt dienen kann und sie nicht mehr – wie im Moment – unterhalb des Radars fährt.

HEINIZ Wenn es gelingt, hier eine gute Reputation bereits im Voraus zu schaffen und durch Partnerschaften strategischer Art sicherzustellen, dass sich auf Rentnerebene nichts ändert, dann wird schon mal Vertrauen gesichert. Im Hinblick auf die Rentner kann dazu gehören, dass der Payroll-Provider derselbe bleibt, bis hin zu Telefonnummer und Ansprechpartner. Ich wiederhole mich hier gerne: Saubere Strukturen und saubere Governance schaffen Stabilität und Vertrauen. Ich denke, der Markt ist hier schon sehr weit.

KÖSTER Eine Hypothese: Vielleicht sind auch das Fehlen glasklarer Rahmenbedingungen und die daraus abgeleiteten



↑ Alle Fotos: Caroline Gerst.

Reputationsrisiken und Unsicherheiten einer der Gründe, dass das Modell noch nicht fliegt.

Niemand schlägt sich darum, reguliert zu werden, und jeder würde sein Geschäft am liebsten so betreiben, wie er es für richtig hält, ohne aufsichtsrechtliche oder juristische Leitplanken. Andererseits könnten klare rechtliche Bestimmungen dem Markt auch Schwung geben?

HEINIZ Der Blick ins Ausland widerspricht dem zumindest nicht. In den Anfangsphasen gab es auch dort verschiedene Bewegungen und Modelle, weitgehend unreguliert. Über die Zeit kam eine enorme Standardisierungswelle. Und heute sind wir – schauen Sie nach UK oder in die USA – im regulierten Bereich. Wobei die Regulierung in diesen Ländern durchaus anders aussieht als in Deutschland. Aber natürlich hilft Standardisierung, Sicherheit zu schaffen. Die ganzen Debatten, die wir heute über Rechtsfragen und ökonomische Aspekte führen, wären erledigt. Die Unternehmen könnten dann nicht mehr aus einer Reihe von Lösungen wählen, sondern es gäbe eben nur noch ein standardisiertes Portfolio. Das hätte allerdings auch viele Nachteile. Unsere Gestaltungsfreiheit und die Möglichkeit, genau die Transaktionsstruktur zu entwickeln und zu bauen, die man im konkreten Fall benötigt, wären verloren. Das ist ein wichtiger Punkt für den deutschen Markt.

DÖRING Vor allem das Beispiel UK hat gezeigt, dass eine Regulierung nicht zwingend einem erfolgreichen De-Risking entgegenstehen muss. Es wäre zum einen wünschenswert, klare Vorgaben für die Durchführung eines Pension Buy-outs zu erhalten. Zum anderen sollte der Gesetzgeber aber ein gewisses Augenmaß

» Wenn sich sukzessiv Standards herauskristallisieren, werden wir zahlreiche Transaktionen sehen.«

CHRISTIAN VON BUDDENBROCK

behalten und den Buy-out eben nicht der versicherungsförmigen Ausfinanzierung gleichsetzen. Dies würde dem Umstand nicht gerecht werden, dass wir hier über eine Übertragung von Direktzusagen sprechen, die gerade keine versicherungsförmige Deckung erfordern – ein Umstand, den das BAG auch bereits 2008 richtig erkannt hat.

BUDDENBROCK Ich will mich gar nicht für oder gegen eine Regulierung aussprechen, setze aber einen Schritt früher an: Es bedarf zunächst einer Enttabuisierung dieses Themas. Enttabuisierung schaffe ich durch Vertrauen, Vertrauen durch vertrauensbildende Maßnahmen. Wenn wir Lösungen finden, die für Großkonzerne taugen, bei denen die Rentnergesellschaft ihren Sinn und Zweck erfüllt, die Unternehmen aber gleichwohl weiter Einfluss nehmen können auf die Rentnergesellschaft, diese strategisch und gesellschaftsrechtlich klug gestaltet ist, eine rentable Ausfinanzierung ausweist und weiterhin nachhaltig für die Berechtigten da ist, dann können wir zu der nötigen Enttabuisierung des Modells kommen. *TacAd*

TACTICAL ADVANTAGE

Volume 14 | Juli 2024

LEITER^{bAV}

Herausgeber, Chefredakteur und v.i.S.d.P. und gem. § 18 Abs. 2 MStV sowie verantwortlich für den Vertrieb: Pascal Bazzazi
Prenzlauer Allee 216, D-10405 Berlin

KONTAKT

TEL +49 178 / 660 0130
MAIL Redaktion@LbAV.de
WEB www.LEITERbAV.de

UST-ID DE 275337140
FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

FREIE REDAKTEURE

Susanne Jungblut, München
Detlef Pohl, Berlin

GESTALTUNG UND SATZ

Hartmut Friedrich-Pfefferkorn, Dresden
MAIL mail@hartmutfriedrich.com

AUTORENPORTRÄTS

Jacopo Pfrang, Berlin

FOTOS »TALKING HEADS«

Caroline Gerst, Köln

DRUCKEREI

Buch- und Offsetdruckerei H. Heenemann GmbH & Co. KG
Bessemerstraße 83-91, D-12103 Berlin

PAPIER

INNENTEIL MagnoVolume, 150 g/m², 1,1-faches Vol.
UMSCHLAG MagnoVolume, 300 g/m², 1,1-faches Vol.

SCHRIFTEN

Ringside Compressed, Hoefler & Co. | GT Sectra Text, Grillitype |
Handelson Two, Mika Melvas

AUFLAGE

1.500 Exemplare

SCHUTZGEBÜHR

Das Magazin kann – sofern noch verfügbar – gegen eine Schutzgebühr von 50,- € zzgl. Versandkosten bei dem Herausgeber nachbestellt werden (freibleibend).

NUTZUNGSBEDINGUNGEN & DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN

LEITER^{bAV}, PENSIONS[●]INDUSTRIES, ALTERNATIVES[●]INDUSTRIES und *Tactical Advantage* sind Medien von Pascal Bazzazi (PB).

LEITER^{bAV} wie auch dieses Werk richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei

Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu. LEITER^{bAV} (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn LEITER^{bAV} (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Dieses Werk und seine gesamten Inhalte und Werbeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Werkes in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart.

Alle Medien von LEITER^{bAV} bemühen sich um diskriminierungsfreie Sprache (bspw. durch den grundsätzlichen Verzicht auf Anreden wie »Herr« und »Frau« auch in Interviews).

Dies muss jedoch im Einklang stehen mit der pragmatischen Anforderung der Lesbarkeit als auch der Tradition der althergebrachten Sprache. Gegenwärtig zu beobachtende, oft auf Satzzeichen (»Mitarbeiter:innen«) oder Partizipalkonstruktionen (»Mitarbeitende«) basierende Hilfskonstruktionen, die sämtlich nicht ausgereift erscheinen und dann meist auch nur teilweise durchgehalten werden (»Arbeitgeber«), finden entsprechend auf LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* nicht statt. Grundsätzlich gilt, dass sich durch LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* alle Geschlechter gleichermaßen angesprochen fühlen sollen und der generische Maskulinus aus pragmatischen Gründen genutzt wird, aber als geschlechterübergreifend verstanden werden soll. Dr.-Titel finden in der *Tactical Advantage* keine Verwendung.

COPYRIGHT

© 2024 Pascal Bazzazi – LEITER^{bAV} – Die in diesem Werk veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

ISSN

2628-7390



ENERGY
INFRASTRUCTURE
PARTNERS

Sicherheitsorientiert

Zürich Luxemburg Frankfurt am Main



Lesen Sie alles zu zukunftsorientierten Anlagen
in Energieinfrastruktur auf unserer Webseite.

Diese Unternehmenskommunikation wird von Energy Infrastructure Partners AG und Energy Infrastructure Partners Luxembourg S.à r.l. herausgegeben und betrifft kein Marketing im Zusammenhang mit einem Fonds, einem Anlageprodukt oder Anlage-Dienstleistungen in Ihrem Land. Sie ist nicht dafür vorgesehen, Investitions-, Steuer-, Buchhaltungs-, Fach- oder Rechtsberatung zu geben. Sie ist ausschließlich für professionelle Anleger im Sinne der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumenten 2014/65/EU (MiFID) in Deutschland bestimmt und nicht für Privatanleger, noch für US-Personen.