



Klicken Sie bitte [hier](#), um dieses Dokument jetzt auszudrucken.

[Übersicht aller Abbildungen](#)

DB vom 30.03.2007, Heft 13, Seite 697-703

## ***Bilanzierung***

### **Contractual Trust Arrangements auf dem Prüfstand**

**Prof. Dr. Norbert Seeger, Köln**

Der Trend, den Pensionsverpflichtungen insolvenzrechtlich zugeordnetes Vermögen auf externe Träger im Rahmen von CTA-Modellen auszulagern, ist in Deutschland nach wie vor ungebrochen. Der Beitrag hinterfragt einerseits die Ziele einer Auslagerung und andererseits, ob diese Ziele durch eine Auslagerung auch tatsächlich erreicht werden. Darüber hinaus werden betriebswirtschaftlich zielführende Anwendungskriterien erarbeitet.

#### **Gliederung**

- I. Einleitung
- II. Die rechtliche Konstruktion des Contractual Trust Arrangement-Modells
- III. Mögliche Zielsetzungen im Rahmen der Contractual Trust Arrangement-Gestaltung
  - 1. Insolvenzsicherung
  - 2. Bilanzkennzahlen
  - 3. Ertragskennzahlen
  - 4. Rendite-Optimierung
  - 5. Cash Flow-Optimierung
  - 6. Risikosteuerung
  - 7. Zwischenfazit
- IV. Betriebswirtschaftlich sinnvolle Anwendung eines Contractual Trust Arrangement-Ansatzes
- V. Zusammenfassung

#### **I. Einleitung**

Was haben DaimlerChrysler, Deutsche Bank, Siemens, VW, KarstadtQuelle, Bayer und viele andere DAX-Unternehmen unter anderem gemeinsam? Sie lagern in einem erheblichen Maß Vermögen auf einen externen Träger mit dem Ziel aus, dass dieses Vermögen im Fall einer Insolvenz den anspruchsberechtigten Anwärtern und Rentnern zur Rentenzahlung zur Verfügung steht. Es ist nicht zu übersehen: bei großen, börsennotierten Unternehmen gibt es einen Trend zur Umsetzung von CTA-Modellen<sup>1)</sup>.

Verfolgt man das Thema in der Fachpresse, so werden vielfältige Gründe angeführt: Durch ein CTA-Modell würden Risiken (des Unternehmens, der Anspruchsberechtigten und/oder der übrigen Gläubiger) gesteuert, wenn nicht gar vermieden, das Bilanzbild geschönt, die Rendite und der Cash Flow gesteigert, in Folge dessen das Rating verbessert und die Aktionäre mit Kursgewinnen beglückt. Kurz gefasst: Alle Sorgen, die durch Pensionszusagen im Rahmen der Betrieblichen Altersversorgung verursacht würden, würde man dadurch los, dass man das Geld, welches man bei den Arbeitnehmern geliehen hat, möglichst geschickt und möglichst weit weg vom eigenen Unternehmen wieder anlegt. Aus der Praxis der Unternehmen wissen wir, dass dort in verantwortungsvollem Umgang mit den gegebenen Ressourcen und eingegangenen Verpflichtungen nicht in diesen simplifizierenden, manchmal auch widersprüchlichen Argumentationsketten gedacht wird.

Die Diskussion um den CTA und seine Realisierungen sind zum Teil zeitbegründet:

- a. In Deutschland gibt es zwar eine große Vielfalt von möglichen Versorgungsträgern, jedoch zwischen der internen und sehr flexiblen Rückstellungslösung einerseits und den starren externen Versicherungslösungen andererseits aber noch keine geeignete Finanzierungsversion insbesondere für beitragsorientierte Zusagen.
- b. Der neu eingeführte Pensionsfonds löst diese Lücke auch noch nicht voll befriedigend.

Die Diskussion um den CTA und insgesamt um die Frage der internen oder externen Ansammlung der Mittel sollte man nicht als ein "Entweder-Oder-Entscheidungsproblem" ansehen, sondern als eine "Sowohl-Als-Auch-Chance" begreifen. Wegen der Langfristwirkung dieser Entscheidung sollte man sich daher nicht von den Irritationen und Verwerfungen des gegenwärtig zu beobachtenden wirtschaftlichen und demographischen Wandels beeinflussen lassen.

Welche Argumente für ein CTA-Modell sprechen und welche Ziele möglicherweise mit einem CTA-Modell nur suboptimal umgesetzt werden, soll dennoch im Folgenden kurz dargestellt werden. Die Frage, ob durch andere Durchführungswege in Abhängigkeit vom jeweiligen situativen Kontext ein höherer Grad der Zielerreichung realisiert werden kann, ist nicht Gegenstand dieses Beitrags. Erscheint dem Entscheidungsträger jedoch nach Abwägung aller Argumente die Auslagerung von Pensionsvermögen als zielführende Gesamtstrategie, erscheinen CTA-unterstützte Direktzusagen in Kombination mit Pensionsfonds als sehr reizvoll<sup>2)</sup>.

## II. Die rechtliche Konstruktion des Contractual Turst Arrangement-Modells

Spricht man von der Rechtskonstruktion eines CTA-Modells, so existiert in der Praxis eine Vielfalt möglicher juristischer Konstruktionen, die u. a. zum Ziel haben, dass das Vermögen im Insolvenzfall nicht der Konkursmasse des Unternehmens, sondern den Pensionsberechtigten zugerechnet wird. Die Vielfalt resultiert daraus, dass es zu den Fragen der Insolvenzsicherheit dieses ausgelagerten Vermögens unterschiedliche Auffassungen und somit auch Lösungen gibt. Darauf wird im Folgenden nicht weiter eingegangen<sup>3)</sup>. Eine weit verbreitete Lösungsform liegt darin, dass das Trägerunternehmen im Rahmen

eines Treuhandvertrags Vermögen auf einen Treuhänder überträgt, welcher dieses nach den Anlagegrundsätzen des Unternehmens anlegt und verwaltet (Verwaltungstreuhänder). In einem Vertrag zugunsten Dritter wird eine Sicherungstreuhand vereinbart, wonach im Insolvenzfall der Treuhänder das Vermögen für die Pensionsberechtigten mit dem Ziel der Befriedigung der entsprechenden Ansprüche verwaltet.

Handelsrechtlich und damit wegen der Maßgeblichkeit ertragsteuerlich ergeben sich durch die Auslagerung eines Treuhänder i. d. R. keine Wirkungen, da das wirtschaftliche Eigentum beim Arbeitgeberunternehmen verbleibt. Auch die Pensionsrückstellung bleibt unter diesen Umständen unverändert in der Steuerbilanz des Arbeitgebers.

[DB 2007 S. 698]



### III. Mögliche Zielsetzungen im Rahmen der Contractual Trust Arrangement-Gestaltung

Untersucht man die Zielsetzung im Rahmen des CTA-Modells, so ist der folgende situative Rahmen wahrscheinlich: Das Unternehmen ist Pensionsverpflichtungen im Rahmen einer Direktzusage eingegangen und steht vor der Entscheidung, ob die zur Erfüllung dieser Verpflichtungen notwendigen finanziellen Mittel weiterhin intern ("Anlage im Unternehmen") oder zukünftig extern ("Anlage bei einem externen Träger") angesammelt werden sollen. Unabhängig davon, wie man sich entscheidet, lassen beide Alternativen vom Grundsatz her alle erdenklichen Anlagestrategien zu. Die Zuordnung von interner Ansammlung zu einer operativen Vermögensanlage mag zwar nicht ungewöhnlich sein, zwingend ist sie nicht. Dagegen ist die externe Anlage in ein operatives Investment schon sehr ungewöhnlich, aber ebenfalls zumindest theoretisch denkbar.

In der Praxis werden vor allem die folgenden Argumente für die Einführung einer CTA-Gestaltung genannt<sup>4</sup>:

1. Verbesserung der Insolvenzsicherung
2. Verbesserung von Bilanzkennzahlen
3. Verbesserung von Ertragskennzahlen
4. Rendite-Optimierung
5. Cash Flow-Optimierung
6. Optimierung der Risikosteuerung

#### 1. Insolvenzsicherung

Wer wird bei einem CTA-Modell gegen die Insolvenz des Unternehmens abgesichert<sup>5</sup>? Grundsätzlich sind Ansprüche der Rentner unabhängig von der Einführung eines CTA durch den PSV gesichert. Nur dann, wenn die Rentenansprüche über der vom PSV definierten Schwelle i. H. von mehr als 7.350 € monatlich<sup>6</sup> liegen, der übersteigende Teil der Rente nicht PSV-gesichert. Ob dies nun ein gewichtiges Argument für die Einfüh-

eines CTA's ist oder nicht, hängt sicherlich von der Quote der demnach ungesicherten Pensionen ab. Die CTA-Modelle in der Praxis sichern i. d. R. jedoch nicht ausschließlich diesen wahrscheinlich kleinen Teil der Pensionsverpflichtungen der Unternehmen, sondern umfassen größere Personenkreise. Zudem würde ein enger Zuschnitt der Insolvenzsicherung auf einen prominenten Personenkreis nicht in die Kommunikationslandschaft der betroffenen Unternehmen passen. Daher lässt sich - überspitzt formuliert - festhalten, dass der überwiegende Teil des CTA-Insolvenzschutzes nicht den Rentner vor der Insolvenz seines Arbeitgebers schützt, sondern den PSV vor der Insolvenz des beitragspflichtigen Unternehmens<sup>7)</sup>.

Wird darüber hinaus jemand für den Fall der Insolvenz gesichert wie zum Beispiel die übrigen Gläubiger? Gläubiger, die über Sicherheiten wie etwa Grundstücke verfügen, werden durch ein CTA nicht tangiert. Deren Sicherheiten bleiben erhalten. Die Position der Gläubiger, die über keine Sicherheiten verfügen, wird allerdings durch das CTA-Modell tangiert: Die Zugriffsmasse im Konkursfall wird durch die Auslagerung der Vermögensgegenstände verkleinert. Demzufolge erhöht sich das Risiko des Gläubigers, und bei wirtschaftlicher Betrachtung wirkt sich das höhere Risiko auf die Zinsen aus. Auch dürfte die Aufnahme von Fremdkapital - c. p. - erschwert werden. Dadurch wird die Insolvenz unter sonst gleichen Bedingungen sogar wahrscheinlicher. Diesen Schluss kann man auch aus der Tatsache ziehen, dass die Verfügungsmasse und somit die Flexibilität des Managements sinkt. Nimmt man beide Argumente zusammen, bekommt das Wort Insolvenzsicherung eine völlig neue Bedeutung.

## 2. Bilanzkennzahlen

Die Anerkennung des CTA-Vermögens als Plan Asset i. S. von IAS 19.7 ermöglicht die Saldierung von Vermögen und Pensionsverpflichtungen. Die damit einhergehende Verkürzung der Bilanz bewirkt somit eine Erhöhung der Eigenkapitalquote. Dies mag auf den ersten Blick richtig sein. Wer sich den Anhang des Unternehmens im Rahmen der Analyse nicht anschaut, kennt aber nur die "halbe Wahrheit". Viele Analysten gehen daher dazu über, Verpflichtungen und Vermögen wieder zu den Bilanzwerten hinzuzuaddieren. Denn mittlerweile ist klar: Das Risiko aus den Verpflichtungen ist ebenso weiterhin existent wie das Anlagerisiko. Und: Saldieren heißt nicht hedgen. Die externe Anlage von Vermögen ist nicht das gegengerichtete Sicherungsgeschäft des Grundgeschäfts "Pensionen". Dennoch verbleibt eine vordergründig optische Verbesserung der Bilanz.

Analysiert man die Vermögens- und Kapitalstruktur eines Unternehmens auf der Basis der Effektivverschuldung, dann wird man die Vermögensgegenstände der Aktivseite, insbesondere die liquiden Mittel, von den Verbindlichkeiten des Unternehmens subtrahieren<sup>8)</sup>. In diese "virtuelle Tilgung" könnte man dann auch die [DB 2007 S. 699] Investment Properties<sup>9)</sup> nach IAS 40 einbeziehen. Wenn man unterstellt, dass genau dies die Vermögensgegenstände sind, die ein Unternehmen typischerweise auf ein CTA überträgt, würde durch ein CTA-Modell im Ergebnis nichts verändert. Ob nun der Bilanzierende die Bilanz selbst um die ausgelagerten Vermögensgegenstände kürzt oder ob der Bilanzleser dies im Rahmen der Analyse nachholt, ist in der Theorie das Gleiche.

Es ist aber nicht auszuschließen, dass auch kühle Bilanzexperten sich nicht ganz der "Psychologie der Bilanzanalyse" entziehen können und bei einer "kurzen Bilanz" die "Liebe auf den ersten Blick" spüren, die man sich bei der "langen Bilanz" erst mühselig erarbeiten muss. Wenn dem so ist, dann hat die

Bilanzverkürzung mithilfe eines CTA-Modells tatsächlich einen höheren Reiz als bei einem entsprechenden Verzicht. Betriebswirtschaftliche Überlegungen sind dies jedoch nicht!

Eine Bilanzverkürzung, die über das hinausgeht, was man ohnehin im Rahmen der Bilanzanalyse feststellen würde, kann nur dann erreicht werden, wenn man die Prämisse, die CTA-Auslagerung betreffe lediglich schnell liquidierbare bzw. nicht-betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, aufhebt. Man kann natürlich auch betriebsnotwendige Immobilien, Schiffe, Krähne etc. in das CTA-Modell einbringen und anschließend zurückmieten. Wenn es sich dann bei dem Mietvertrag um ein Operating-Leasingverhältnis i. S. des IAS 17 handelt, tritt die Bilanzverkürzung tatsächlich ein, indem betriebsnotwendiges Anlagevermögen und Pensionsverpflichtungen miteinander saldiert werden. Hier dürfte es dem Analysten schon wesentlich schwerer fallen, die Anhangangaben des IAS 17.25 ff. entsprechend zu interpretieren. Die Frage, ob denn eine solche Auslagerung über die sportliche Herausforderung für Bilanzanalysten hinaus einen betriebswirtschaftlichen Sinn ergibt, lässt sich unter dem engen Blickwinkel der Bilanzkennzahlen natürlich schwer beantworten. Am nächsten kommt man der Antwort dann, wenn man erkennt, dass die eigentlich operative Investition in die zur Disposition stehenden Vermögensgegenstände auch dann noch ein operatives Investment darstellt, wenn es in ein CTA eingebracht wurde. Die betriebswirtschaftliche Sinnhaftigkeit der Investition wird dann durch die Einbringung weder positiv noch negativ berührt: Die Bilanzverkürzung hat dann keinen realen Hintergrund, sondern stellt letztlich eine buchhalterische Kuriosität dar.

### 3. Ertragskennzahlen

Ob sich auch die GuV-Kennzahlen durch ein CTA-Modell verbessern lassen können, ist ebenfalls eine spannende Frage. Zunächst kann davon ausgegangen werden, dass die Rendite von in den CTA ausgelagerten Vermögensgegenständen grundsätzlich die gleiche ist wie bei einem Verbleib im Unternehmen<sup>10)</sup>, solange es sich in beiden Fällen um identische Vermögensgegenstände handelt. Unter dieser Bedingung findet neben der Bilanzverkürzung aufgrund der Saldierung von (Brutto-) Pensionsaufwand und Planerträgen auch eine Kürzung der GuV statt. Somit kann sich auch der Jahresüberschuss nicht ändern, wenn die Erträge, die im Unternehmen angefallen wären, stattdessen im CTA anfallen.

Unterstellt man idealtypischerweise als eine mögliche Struktur der IFRS-GuV folgendes Schema<sup>11)</sup>,

- Umsatzerlöse
- Materialaufwand
- Personalaufwand
- sonstige Aufwendungen (wie zum Beispiel Mietaufwand)
- Abschreibungen
- = **operatives Ergebnis (EBIT = Earnings before Interest and Taxes)**
- + Finanzerträge
- Finanzaufwand
- + Finanzergebnis
- = **Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBT = Earnings before Taxes)**
- Steuern
- = **Jahresüberschuss**

dann finden sich die zentralen Bestandteile des Pensionsaufwands in den folgenden Positionen wieder:

Dienstzeitaufwand (Personalaufwand)

- + Rechnungszinsen (Zins- oder Personalaufwand\*)
- = **(Brutto-) Pensionsaufwand**
- Planerträge (Zins- oder Personalaufwand)
- = **(Netto-) Pensionsaufwand**

\* Die Verbuchung der ertragswirksamen Rechnungszinsen und Planerträge berührt nach IAS 19 wahlweise den Finanz- oder den Personalaufwand.

Bei einer Auslagerung von liquiden oder liquiditätsnahen Mitteln kann unterstellt werden, dass die Erträge aus diesen zur Disposition stehenden Vermögensgegenständen bisher als Finanzerträge angefallen sind. Bei einer Vermögensauslagerung in ein CTA werden diese Finanzerträge des Unternehmens zukünftig gemindert, da sie nicht mehr im Unternehmen selbst anfallen. Als "CTA-Planerträge" mindern diese Erträge allerdings den Zinsaufwand. Die Saldierung von "Planaufwand" und "Planertrag" findet somit zukünftig im Finanzergebnis statt. Ob nun ohne CTA die zur Disposition stehenden Zinserträge direkt das Finanzergebnis erhöhen oder ob im Fall des CTA's diese Planerträge den Zinsaufwand künftig mindern und somit ebenso per saldo das Finanzergebnis erhöhen, spielt somit keine Rolle. Das EBIT als zentrale GuV-Kennzahl ist durch die Auslagerung ebenso wenig tangiert wie jede andere GuV-Zwischengröße. Unter den genannten Prämissen (gleiche Rendite, Verbuchung der Erträge im Finanzergebnis) würde sich also kein Effekt auf die GuV ergeben: weder auf die Höhe des Ergebnisses noch auf die Struktur.

Das EBIT als wichtige GuV-Kennziffer wird allerdings durch verschiedene Ansätze tangiert: Bucht man die Planerträge aus dem CTA mindernd im Personalaufwand und nicht im Zinsaufwand, so erhöht sich das EBIT aufgrund dieser asymmetrischen Buchung. Dem Wegfall von Finanzerträgen im Unternehmen steht eine Kürzung des Personalaufwands entgegen. Das operative Ergebnis steigt zu Lasten des Finanzergebnisses: Erst auf der Ebene des Ergebnisses der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gleichen sich die Effekte per saldo wieder aus.

Wenn nun statt der liquiditätsnahen Vermögensgegenstände Anlagevermögen transferiert wird, ergeben sich Effekte, die sich zwar per Saldo wieder ausgleichen, aber die Struktur verändern können: Überträgt man zum Beispiel ein betriebsnotwendiges Gebäude, entfallen im Unternehmen Gebäudeaufwendungen [DB 2007 S. 700] wie Zinsen, AfA etc. Stattdessen fallen diese Aufwendungen im CTA an. Dafür erhält das CTA eine Miete, die wiederum im Unternehmen Mietaufwendungen (sonstige Aufwendungen) darstellen. Wenn der Mietaufwand höher ist als die Abschreibungs- und Finanzierungsaufwendungen (wofür bei einer angemessenen Kalkulation mit Gewinnaufschlag einiges sprechen dürfte), hat das Unternehmen zunächst einen negativen Effekt im operativen Ergebnis. Wenn nun gleichermaßen der korrespondierende Gewinn im CTA im Finanzergebnis gebucht wird, entsteht eine Verschiebung von Gewinnen aus dem operativen Bereich in den Finanzierungs-Bereich. Dies wäre aus Sicht einer optimalen Ertragsdarstellung eher negativ zu bewerten. Daher spricht beim Einsatz betriebsnotwendiger Vermögensgegenstände vieles dafür, auch die Planerträge (hier: der Überschuss der Mieterträge über Zinsen und Abschreibungen) im operativen Ergebnis, im Personalaufwand, zu buchen. Bei den unterstellten Größenverhältnissen vermindert sich somit der Personalaufwand gegenüber den anderen Aufwandsgrößen (zumeist den sonstigen Aufwendungen)<sup>12)</sup>.

Wenn schon die "Enttarnung" der bilanziellen Wirkungen durch den Analysten als höhere sportliche Herausforderung gesehen werden kann, gehört das Nachvollziehen der obigen Wirkungen durch Externe eher zu der außersportlichen Übung der Kaffeesatzleserei, die an dieser Stelle nicht vertieft werden soll.

Wichtige GuV-Effekte, die auch vom externen Leser mit ein wenig Akribie entdeckt werden können, ergeben sich dann, wenn die tatsächliche Rendite der ausgelagerten Vermögensgegenstände von der erwarteten abweicht. Wenn zum Beispiel ein ausgelagertes Aktienpaket, für das man eine Rendite von 8% prognostiziert und tatsächlich auch GuV-wirksam gebucht hat, tatsächlich 20% Wertverluste hinnehmen musste, könnte dies ohne eine Auslagerung auf der Basis der Regelungen des IAS 39 zu

einer deutlichen Veränderung des Jahresüberschusses führen. Als Planvermögen gem. IAS 19 versteckt sich die negative Abweichung von den zu hohen Ertragserwartungen als versicherungsmathematischer Verlust im Anhang zu den Pensionen und wird erst viele Jahre später erfolgswirksam - wenn überhaupt<sup>13)</sup>. Das Ertragsrisiko von spekulativen Wertpapieren wird somit auf dem Weg der oben skizzierten Saldierung und bei Anwendung der bekannten Glättungsregeln des IAS 19 aus der GuV herausgenommen. Auch wenn Korridor und Amortisation dazu geeignet sind, die GuV zu glätten, die Realität eines Verlusts wird durch diese Buchung natürlich nicht verändert. Korridor- und Amortisationsmöglichkeiten des IAS 19 glätten nicht nur die Risiken der Passivseite, sondern insbesondere auch die Anlagerisiken der Aktivseite: Ein bilanzpolitisches Bonbon erster Güte!

#### 4. Rendite-Optimierung

Jenseits der rein bilanziellen Wirkungen ohne realen Hintergrund stellt sich vielmehr die Frage: Werden durch einen Trust höhere Renditen erzielt als im Unternehmen?

Zunächst muss geklärt werden, wie die zur Verfügung stehenden Mittel im Unternehmen angelegt würden, wenn sie nicht in ein CTA eingebracht würden. Legt das Unternehmen diese Mittel als Wertpapieranlagen auf dem Kapitalmarkt an, erzielt es durch sein Asset-Management eine entsprechende Rendite. Werden diese Mittel in ein CTA eingebracht und tätigt der gleiche Asset-Manager die gleichen Investitionen, dann erzielt er auch - mit oder ohne CTA - das gleiche Ergebnis. Ein CTA-Modell beschreibt lediglich die in Abschn. II. aufgezeigte Rechtsstruktur. Über die Organisation des Asset-Managements ist damit nichts gesagt. Anders formuliert: Wer zu wissen glaubt, wie er durch CTA-Investitionen seine Rendite optimieren kann, der weiß dies auch im Fall der Nichtauslagerung.

Wenn jedoch die Mittel im Unternehmen operativ angelegt werden, dürften sich die Anlageerfolge unterscheiden. Ob dabei die Rendite der externen Anlage zwingend höher ist als die der internen, ist die entscheidende Frage. Man kann sich vorstellen, dass im Wettbewerb um das Kapital Asset-Manager auf dem Kapitalmarkt dazu eine andere Antwort haben als der verantwortliche Vorstand für ein operatives Geschäftsfeld eines Unternehmens. Wenn nicht, stimmt entweder die Kapitalallokation oder die Unternehmensstrategie nicht: Sollte die Finanzinvestition des Asset-Managers als nachhaltig vorteilhafter eingeschätzt werden als die operative der Unternehmensverantwortlichen, stünde die Anlagepolitik des Unternehmens in Frage bis hin zur völligen Aufgabe der operativen Geschäftstätigkeit<sup>14)</sup>.

#### 5. Cash Flow-Optimierung

In der Praxis werden im Zusammenhang mit der Cash Flow-Optimierung einige gewichtige Gründe genannt, die die Einführung eines CTA's nahe legen:

##### a) Entkoppelung von operativem Cash Flow und Pensionsauszahlungen

Der wesentliche Cash Flow-Effekt ist bei einer Entkoppelung darin zu sehen, dass das Unternehmen durch ein CTA ein gesondertes Pensionsvermögen schafft, aus dem die zukünftigen Pensionszahlungen geleistet werden. Analog zur Ertrags- und Rendite-Argumentation ist festzustellen, dass durch die Auslagerung dem Unternehmen zukünftig genau die Einzahlungsüberschüsse fehlen werden, die durch ein CTA erzielt werden. Wenn also durch ein CTA die Mittel für die Pensionsauszahlungen reserviert werden, so würde der gleiche Effekt auch im Unternehmen eintreten. Somit bringt die Entkoppelung, wie schon beim Thema Rendite aufgezeigt, per se keine positiven Zahlungs-Effekte. Der Effekt der Entkoppelung wird daher vielmehr in der Selbstdisziplinierung der Unternehmensverantwortlichen gesehen<sup>15)</sup>. Dem kann man nicht widersprechen. Wer also in der Selbstdisziplinierung und somit Einengung seiner Handlungsmöglichkeiten einen gestalterischen Vorteil entdeckt, wird die Vorteile des

CTA-Modells zu schätzen wissen.

#### **b) Verbesserung der Cash Flow-Darstellung**

Ebenso wird vorgetragen, dass durch die Auslagerung auf ein CTA-Modell die künftigen Cash Flows dadurch erhöht werden, weil in Zukunft keine "lästigen" Pensionsauszahlungen mehr anfallen. Dies ist natürlich dann richtig, wenn man die Tatsache, dass das ausgelagerte Vermögen für das Unternehmen keinen Cash Flow mehr generieren kann und dass die Auslagerung der liquiden Mittel selbst ebenso einen Cash Flow mindernde Auszahlung darstellt, aus der Betrachtung ausklammert. Dass dies für den Fall der Einbeziehung dieser nicht ganz unwichtigen Zahlungsströme jedoch keinen Sinn ergibt, ist dann klar, wenn aus dem ausgelagerten Vermögen inklusive der daraus zu erzielenden Erträge die Pensionsauszahlungen generiert werden - un[DB 2007 S. 701]abhängig davon, ob dies direkt im Unternehmen geschieht oder indirekt durch ein CTA. Wenn durch ein CTA zusätzliches Geld entstehen würde, gäbe es kein Pensions-, sondern ein Inflationsproblem.

Auch dann, wenn anstelle von liquiden Mitteln Sachvermögen auf ein CTA übertragen wird, werden sich die Cash Flow-Effekte neutralisieren: Handelt es sich bei der Übertragung um nicht-betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, wird das Cash Flow-Potenzial in Höhe der entgangenen Miet- oder Pächterträge auf das CTA übertragen. Handelt es sich dagegen um betriebsnotwendiges Vermögen, wird der Unternehmens-Cash Flow in Zukunft um Mietaufwendungen gemindert. Berücksichtigt man nun, dass die Höhe eines angemessenen Mietentgelts die kalkulatorischen Kostenbestandteile Abschreibungen und Verzinsungen auch dann implizit berücksichtigt, wenn es sich offensichtlich um Marktpreise handelt, lassen sich die Zahlungsströme auf die rein finanztechnischen Effekte einer Übertragung von liquiden Mitteln reduzieren. Die oftmals weiteren bilanziellen Effekte der verbesserten Effektivverschuldung wurden bereits in Abschn. III. 2. erörtert.

Der Vorschlag, die Übertragung auf ein CTA-Modell durch Fremdkapital zu finanzieren, dürfte i. d. R. alles andere als zielführend sein, da letztlich eine finanzielle Verpflichtung durch eine andere ersetzt wird. Wenn es natürlich gelingt, eine Finanzierung zu finden, die unter Berücksichtigung aller Aspekte wie Zins, Zweckbindung, Laufzeiten, Kontroll- und Informationserfordernisse etc. günstiger ist als der Kredit bei den Arbeitnehmern, dann wäre eine Umschuldung von Pensions- hin zu Finanzverpflichtungen reizvoll. Aber auch hierbei darf man nicht außer Acht lassen, dass auch andere Kredite zurückgezahlt werden müssen<sup>16)</sup>.

Insgesamt ist festzuhalten: Durch ein CTA wird bei Einbezug aller relevanten Informationen kein Cash Flow-Effekt erzielt, der nicht auch ohne CTA-Auslagerung erzielt werden könnte.

#### **6. Risikosteuerung**

Risiko und Pensionsverpflichtung scheinen ein Wortpaar zu sein, welches sich aus den Veröffentlichungen und Vorträgen zum Thema gar nicht mehr wegdenken lässt. Worin liegen die Risiken aus Pensionsverpflichtungen begründet und wie kann man ihnen begegnen?

Auf der Passivseite der Bilanz liegen sicherlich "Risiken" wie die zunehmende Lebenserwartung oder vor allem das Zinsrisiko. Dabei sei dahin gestellt, ob man in diesen Positionen Risiken oder eher Chancen sehen sollte: Das Risiko der zunehmenden Lebenserwartung wird durch die neuen "Richttafeln 2005 G" klar eingegrenzt und umrissen und nach aller Voraussicht ausreichend erfasst.

Das Zinsänderungsrisiko, welches aus einer Pensionsverpflichtung eine volatile, das wirtschaftliche Eigenkapital belastende Größe macht, lässt sich dagegen nicht so ohne weiteres marginalisieren.

Allerdings muss es differenziert betrachtet werden: Welche Risiken bestehen bei einer Zinsänderung überhaupt?

Unbestritten ist die Auswirkung einer Zinssenkung auf die Höhe der Pensionsverpflichtung: Die Verpflichtung steigt. Ob gleichsam auch die Pensionsrückstellung inklusive der dazugehörigen Eigenkapitalwirkungen steigt, ist eine Frage der Ausübung von Wahlrechten nach IAS 19. Fest steht jedoch: Die mit einer Zinssenkung geminderte Fähigkeit zur Bildung von Kapital wird als wirtschaftliches Problem wahrgenommen. Ob es aber einen tieferen Sinn macht, bei Zinssenkungen Verluste zu beklagen und sich bei Zinssteigerungen über Gewinne zu freuen, wenn insgesamt das Grundverständnis für eine Zinsentwicklung die sein dürfte, dass sie sich letztlich in einer gewissen Bandbreite auf und ab bewegen wird, sei schlicht in Frage gestellt. Wichtiger ist die Antwort auf die beiden folgenden Fragen: Ändert sich bei einer Zinsänderung irgendetwas an der Verpflichtung des Arbeitgebers zur Zahlung von zugesagten Pensionen? Und: Welchen Einfluss hat die Auslagerung von Vermögen auf diese Fragestellung? So komplex das Thema scheint, so einfach sind die Antworten:

- a. Die Zinsänderung hat keinen Einfluss auf die Höhe der Zahlungen des Arbeitgebers an den Berechtigten, weil i. d. R. die Höhe der zugesagten Leistung völlig unabhängig vom jeweils aktuellen Zinssatz ist.
- b. Die CTA-Auslagerung hat weder Einfluss auf die Höhe der Zahlungen noch auf die Höhe der nach versicherungsmathematischen Grundsätzen ermittelten Pensionsverpflichtung, weil ein CTA die Verpflichtungsseite gar nicht berührt. Steigt die Pensionsverpflichtung aufgrund einer Zinssenkung, dann steigt sie mit oder ohne CTA. Auch steigt das CTA-Vermögen nicht automatisch in dem Maß, wie die Verpflichtung steigt. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass das CTA-Vermögen im gleichen Augenblick sogar sinkt.

Was immer auch an Risiken vom Einzelnen im Zusammenhang mit Pensionsverpflichtungen wahrgenommen und individuell unterschiedlich bewertet wird: Durch die Auslagerung von CTA-Vermögen werden diese Risiken weder gemindert noch erhöht. Es bleibt bei der Aussage aus Abschn. III. 2.: Eine Saldierung von Verpflichtung und Vermögen ist kein Hedging, keine Sicherung!

Ein mögliches Risiko mag man auf der "Aktivseite" darin sehen, dass die zur Deckung der Pensionsverpflichtung angesammelten Mittel bei Anlage im Unternehmen einer geringeren Streuung unterliegen und daher ein erhöhtes Rendite- und Ausfallrisiko besteht. Bei einer Anlage im Unternehmen mangelt es an der Diversifikation. Wenn das Unternehmen im Zeitablauf einer langfristigen (Pensions-) Verpflichtung nicht den notwendigen Ertrag erzielt, kann sich die Rückzahlung der Pensionsverpflichtung als problematisch erweisen. Das Anlagerisiko ist dann am geringsten, wenn man ausschließlich in sichere Wertpapiere investiert. Ob nun kapitalmarkttheoretisch bewiesen oder aber intuitiv gefühlt: Die Vermeidung von Risiko geht einher mit dem Verzicht auf Renditechancen. Dieser Grundzusammenhang ist weder neu noch wird er durch die Innovation eines CTA-Modells verändert: Der Rendite- und Risikozusammenhang vor dem Hintergrund von Zahlungsverpflichtungen ist eine Frage der Anlageentscheidung, keine des Rechtskonstrukts. Solange das Vermögen in einem CTA-Modell den gleichen Rendite- und Risiken-Zusammenhängen ausgesetzt ist wie bei einem Verbleib im Unternehmen, solange gilt auch auf der Aktivseite: Ein CTA bewirkt keine Veränderung der Risikoposition auf der Aktivseite.

Dennoch ist natürlich aus Risikoaspekten auf den folgenden Zusammenhang zu verweisen: Da Planvermögen in die Methodik der Glättung und Amortisation hinsichtlich Bilanz und GuV eingebunden ist wie die Pensionsverpflichtung selbst, kann für Bilanz- und Ertragsrisiken auf der Aktivseite, die eigentlich in keinem originären Zusammenhang mit der Betrieblichen Altersversorgung stehen, der IAS 19 als Vehikel zur Glättung des anderweitigen Anlagerisikos gesehen werden. So besteht selbst bei

nachhaltigem Wertverlust bei Wertpapieren die Möglichkeit der [DB 2007 S. 702]Glättung, wo nach den Erfordernissen des für Finanzanlagen ansonsten einschlägigen IAS 39 entsprechende Abschreibungen längst die GuV und die Bilanz strapazieren. Wenn denn ein CTA kein Instrument der Risikosteuerung von Pensionen ist, so ist es immerhin ein jahresabschlussmotiviertes Instrument zur Steuerung von Bewertungsrisiken auf der Aktivseite.

## 7. Zwischenfazit

Die Vorteile einer Auslagerung von Vermögen auf einen CTA-Trust liegen weniger in den vermuteten Steuerungsmöglichkeiten hinsichtlich Risiko, Rendite und Insolvenz, sondern vielmehr in den bilanziellen Möglichkeiten. Hierbei spielt weniger der oftmals angeführte Aspekt der Bilanzverkürzung eine Rolle als vielmehr mögliche GuV-spezifische Effekte im Zusammenhang mit der Glättung von Risiken, die im Grunde nichts mit dem eigentlichen Pensionsthema zu tun haben müssen: Pensionsverpflichtungen als Vehikel für Bewertungsrisiken der Aktivseite mit Hilfe der Behandlung von CTA-Vermögen als Planvermögen nach IAS 19.7. Wie schon in Abschn. III. 3. gezeigt, werden die Ertragsrisiken z. B. von Aktienanlagen, die unmittelbare Bilanz- und GuV-Wirkungen mit sich bringen, durch den 10%-Korridor der Bewertung von Pensionsverpflichtungen und durch die Verteilung der darüber hinausgehenden Abweichungen über die zu erwartende, restliche Aktivitätszeit der Arbeitnehmer verteilt und somit in erheblichem Maß gemildert. Ein CTA-Ansatz beantwortet weniger die realen betriebswirtschaftlichen Fragestellungen im Zusammenhang mit Rendite, Risiko und Insolvenz, als dass er den Versuch der positiveren Abbildung der eigentlich unveränderten Realität in Bilanz, GuV und Cash Flow-Statement unternimmt.

## IV. Betriebswirtschaftlich sinnvolle Anwendung eines Contractual Turst Arrangement-Ansatzes

Die Frage, ob ein CTA-Modell betriebswirtschaftlich vorteilhaft ist oder nicht, kann nicht allgemeingültig beantwortet werden. Auch wenn die bisherige Erörterung lediglich erbracht hat, dass die genannten Positiv-Argumente für ein CTA-Modell nicht das halten, was sie versprochen haben, so kann dennoch eine CTA-Auslagerung zweckmäßig sein, die nicht nur auf bilanzpolitischen Spezialeffekten beruht. Daher ist zu fragen: Welche Bedingungen sprechen dafür, Vermögen im Rahmen des CTA-Modells auszulagern?

Argumentiert man rein betriebswirtschaftlich, dann ist zunächst festzustellen, dass der Arbeitgeber beim Arbeitnehmer einen Kredit aufgenommen hat, mit dem er zumindest zu Beginn der Transaktion das operative Geschäft finanziert. Vergleicht man diese Kreditbeziehung mit einer klassischen Projektfinanzierung eines Unternehmens, dann ist das Typische an Krediten, dass die Frage der Höhe, der Laufzeit und der Besicherung vor allen Dingen dadurch definiert wird, was durch diesen Kredit finanziert werden soll. Das heißt: Ausgehend von einer Geschäftsidee wird der Fremdkapitalbedarf festgelegt. Falls dann der Fremdkapitalzins kleiner ist als die zu erwartende Rendite (Leverage Effekt), dann werden die Mittel aufgenommen und investiert. Als Return on Investment erwartet man den Projekt-Cash Flow, der dann zur Tilgung der Verbindlichkeiten herangezogen wird. Der übersteigende Cash Flow - so er denn eintritt - kann für weitere Investitionen im Unternehmen verwandt werden oder an die Anteilseigner ausgeschüttet werden.

Eine betriebswirtschaftlich orientierte Betrachtung von Pensionsverbindlichkeiten eines Unternehmens kann sich an den Abläufen der oben dargestellten Projektfinanzierung orientieren. Daher ist nicht die erste Frage, wie man mit den Verbindlichkeiten umgeht, sondern:

1. Was wurde durch die Pensionsverbindlichkeiten finanziert?
2. Wie hoch ist der Projekt-Cash Flow?

Erst danach<sup>17)</sup> sind die Fragen zu beantworten:

3. Wann sind die Verbindlichkeiten zu tilgen?
4. Was passiert mit dem Projekt-Cash Flow, der zwar zur Tilgung vorgesehen, aber noch nicht fällig ist?
5. Was passiert mit einem eventuellen Zahlungsüberschuss nach Tilgung der Verbindlichkeiten?

Wenn z. B. in der betrieblichen Praxis vorhandene Liquidität für Investitionen eingesetzt wird, ohne die vorherigen Fragen zu beantworten, so muss dies nicht zwingend zu falschen Ergebnissen führen. Es ist allerdings im wahrsten Sinn des Wortes unüberlegt, da die Fragen 4 und 5 bereits intuitiv beantwortet werden, ohne den Zusammenhang mit den ersten Fragen herzustellen<sup>18)</sup>.

I. d. R. dürften Pensionsverpflichtungen nicht konkret die Finanzierung einzelner Anlagegüter darstellen. Vielmehr stärken sie das Betriebskapital in den Bereichen, in denen die Anwärter, die die Pensionsansprüche erdienen, ihre Leistung erbringen. Die Antwort auf die Frage 1 liegt somit in der segmentbezogenen<sup>19)</sup> und periodengerechten Zuordnung der Dienstzeit- und Finanzierungsaufwendungen. Für welches Segment werden welche Verpflichtungen eingegangen? Und welches ist der Stand der Segment-Verpflichtungen?

Die zweite Frage lässt sich ebenso beantworten: Wie hoch sind die Projekt-Cash Flows? Auch hierbei muss eine segment- und periodenbezogene Aussage nicht extra für die interne Analyse der Pensionsverpflichtungen erfunden werden, sondern sollte sich auf der Basis der allgemeinen Controlling- und IAS 14-Anforderungen beantworten lassen.

Der Projekt-Cash Flow könnte zur Tilgung der Projekt-Verbindlichkeiten unmittelbar eingesetzt werden. Das Spezifische der Pensionsverpflichtungen besteht nun darin, dass die Projektamortisation i. d. R. einer kürzeren Duration unterliegt als die eingegangene Verpflichtung. Dies ist jedoch kein Schaden, denn nur umgekehrt hätte das Unternehmen ein ernsthaftes Problem. Zur Klärung dieser Fragestellung muss daher die Frage 3, wann die Pensionsauszahlungen fällig sind, langfristig beantwortet sein.

Wenn denn tatsächlich die Projekt-Cash Flows deutlich früher zur Verfügung stehen, als im Rahmen der Tilgung notwendig, wäre im Sinn der "Selbstdisziplinierung" eine Tilgung sinnvoll. Dies ist natürlich immer nur dann möglich, wenn auch im formal-rechtlichen Sinn überhaupt getilgt werden kann.

Vernachlässigt man die Möglichkeit der Abfindung als idealtypische, projektorientierte Rückzahlung, dann hat das Unternehme[DB 2007 S. 703]men drei Möglichkeiten, die Frage 4 nach der Projekt-Cash Flow-Verwendung zu beantworten. Zum einen könnten die Cash Flows vollständig ausgeschüttet werden, was aber betriebswirtschaftlich unverantwortlich wäre. Zur Verhinderung der Ausschüttung könnten die liquiden Mittel "zwischengeparkt" werden: Das CTA-Modell als "virtuelle Tilgung" der Pensionsverpflichtungen. Die dritte Möglichkeit besteht darin, diese liquiden Mittel für vorhandenen Kapitalbedarf im Unternehmen zu nutzen (Selbstfinanzierung). Es muss dann allerdings gewährleistet sein, dass die Selbstfinanzierung gegenüber allen anderen Finanzierungsmöglichkeiten günstiger ist. Zudem muss sichergestellt sein, dass die Investition als solche vorteilhafter ist als das sichere "Zwischenparken" der liquiden Mittel z. B. in einem CTA. Wenn dann der revolvierende Einsatz der Pensionsmittel die günstigste Alternative darstellt, sollten diese Mittel für weitere - i. d. R. operative - Investitionen solange eingesetzt werden, bis diese Iteration dadurch unterbrochen wird, dass entweder

eine vorteilhaftere Finanzierung oder eine vorteilhaftere Investition gefunden wird. In diesem Augenblick steigt man durch eine insolvenz sichere Auslagerung der Pensionsmittel aus dem Investitionsrhythmus des Unternehmens aus. Berücksichtigt man, dass eine mögliche Investitionsalternative auch die Tilgung anderer Verbindlichkeiten darstellt, ist ein Ausstieg aus dem revolvierenden Einsatz der Pensionsmittel nicht schon dann zweckmäßig, wenn es keine sinnvollen Investitionsmöglichkeiten gibt, sondern erst dann, wenn zudem alle ungünstigeren Darlehen getilgt sind.

Die betriebswirtschaftliche Logik lässt für die fünfte Frage eigentlich nur noch zu, dass nach Rückzahlung aller Verpflichtungen - eventuell mithilfe einer "virtuellen Tilgung" durch ein CTA-Modell - der Projektüberschuss an den Anteilseigner zurückgegeben wird. Ob als Ausschüttung oder als Kapitalherabsetzung ist dabei unwesentlich. Fest steht nur, dass Investitionen zum Fremdkapitalzins (oder zum Rechnungszins) keinen Sinn machen, sonst wäre man nicht vorab schon aus der obigen Investitionsschleife ausgestiegen.

## V. Zusammenfassung

Der Trend zum CTA-Modell basiert auf Überlegungen zur Insolvenz sicherung, zur Verbesserung des Bilanzbilds und zur Steuerung des Risikos. Das Argument der Insolvenz sicherung ist nicht schlüssig, da einerseits die Sicherung der Verpflichtungen umfassender Personalbestände nicht im Vordergrund steht und andererseits potenzielle Konkursmasse verloren geht. Auch das Bilanz-, GuV- und Cash Flow-Bild wird bei einer sorgfältigen Arbeit der Analysten nur vordergründig beeinflusst. Bei Vorhandensein und Erkennbarkeit der potenziellen Auslagerungsmittel ändert sich die Effektivverschuldung nicht und im Fall der Notwendigkeit der Aufnahme von Fremdmitteln entsteht ein Passivtausch von zweifelhafter Wirkung. Insgesamt sei aber darauf hingewiesen, dass die Kombination von CTA-Modellen zusammen mit anderen externen Durchführungswegen, insbesondere dem Pensionsfonds, je nach unternehmerischer Präferenz der Grad der Zeilerreichung durchaus erhöht werden kann.

Der Ansatz der Projektanalyse und -finanzierung erscheint hilfreich, die Anwendungsfälle einer CTA-Auslagerung zu definieren. Sie sind im Ergebnis in den Unternehmen zu finden, bei denen die angefallene Liquidität (kumulierter Projekt-Cash Flow) nicht im gleichen Maß (unter Berücksichtigung von Rendite, Risiko und Laufzeit) intern reinvestiert werden sollte, weil entweder kein Projekt rentabel genug ist oder weil andere Finanzierungsalternativen günstiger sind. Als mögliches Investitionsprojekt kann dabei auch die Tilgung anderer Darlehen gesehen werden; allerdings scheint dieser Weg so unspektakulär, dass er keine allzugroße Beachtung in der Fachpresse findet. Die Basis aller Überlegungen für eine sachgerechte und zielführende Vorgehensweise ist somit eine wohlstrukturierte Asset-Liability-Risiko-Analyse, die ergebnisoffen durchgeführt werden sollte.

### Informationen zu den Autoren

*Prof. Dr. Norbert Seeger* ist Leiter der Betriebswirtschaftlichen Abteilung der Heubeck AG, Köln, und Professor für Internationale Rechnungslegung und Steuern an der Fachhochschule Bonn-Rhein-Sieg.

### Fußnoten:

- 1) Vgl. diverse Schlagzeilen bzw. Überschriften wie z. B.: "Contractual Trust Arrangements - Insolvenz sicherung und Bilanzkürzung" in: BB 2005, S. 763; "BHF-Bank gliedert Pensionslasten aus" in: FTD vom 17. 1. 2006, S. 18; "DZ Bank plant Auslagerung von Betriebsrenten. Genossen hoffen auf besseres Rating" in: FTD vom 16.

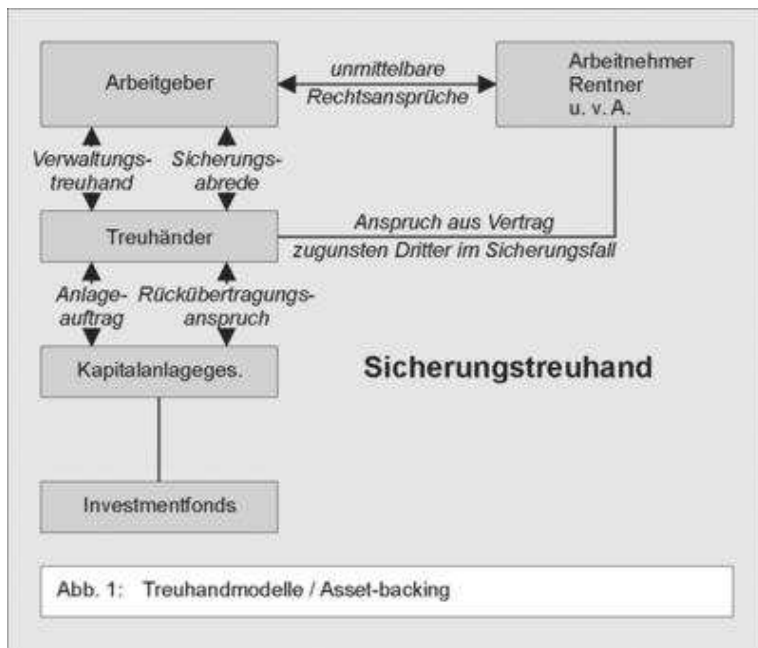
1. 2006, S. 18.
- 2) Vgl. dazu das Referat von *Kümmel* zum Thema: Pensionsfonds - Ein Finanzierungsinstrument für die Herausforderungen des demographischen Wandels, gehalten am 19. 9. 2006 auf dem 60. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tag der Schmalenbach-Gesellschaft in Frankfurt a. M.
- 3) Vgl. dazu *Meier/Bätzel*, DB 2004 S. 1437; *Küppers/Louven*, BB 2004 S. 337 und *Küppers/Louven/Schröder*, BB 2005 S. 763.
- 4) Oftmals wird das Rating als eigenständiges Argument angeführt. Da man Verbesserungen beim Rating letztlich auf von den Rating-Agenturen wahrgenommene oder angenommene positive Effekte bzgl. der genannten Kriterien zurückführen kann, erübrigt sich die Rating-Einstufung als eigenständig zu untersuchendes Kriterium: Entweder man kann Verbesserungen durch die Einführung eines CTA-Modells nachweisen oder nicht. Verbesserungen - wie auch immer wahrgenommen - führen zu einer Verbesserung des Ratings oder auch nicht. Vgl. *Rhiel/Stieglitz*, DB 2006 S. 1385 (1388 Fn. 18).
- 5) Vgl. zu der grundsätzlichen Fragestellung *Berenz*, DB 2006 S. 2125.
- 6) Laut § 7 Abs. 3 Satz 1 BetrAVG beträgt der Anspruch auf laufende Leistungen gegen den PSV im Monat höchstens das Dreifache der im Zeitpunkt der ersten Fälligkeit maßgebenden monatlichen Bezugsgröße gem. § 18 SGB IV. Dies ist für 2006 das Dreifache von 2.450 € (West) laut SV-Rechengrößenverordnung 2006 vom 21. 12. 2005.
- 7) Darüber hinaus wird oftmals die Sicherung der verfallbaren Anwartschaften als zusätzliches Argument für den CTA genannt, weil diese ebenfalls nicht PSV-gesichert sind. Es lässt sich trefflich darüber streiten, ob man Anwartschaften, die im Insolvenzfall nicht zu Rentenauszahlungen führen, vor der Insolvenz sichern muss oder nicht. Betragsmäßig dürfte es sich hierbei ebenfalls eher um eine Marginalie handeln und die Sicherung auch dieses, klar definierten Personenkreises kann kaum die Motivation dafür sein, einen weitaus größeren Verpflichtungsrahmen durch ein CTA-Modell abzudecken.
- 8) Vgl. *Folgener*, BetrAV 2006 S. 434.
- 9) Investment Properties werden definiert als Immobilien, die als Finanzinvestition gehalten werden. Dies sind somit nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, die das Unternehmen veräußern könnte, ohne den Zweck des Unternehmens zu gefährden. Diese werden nach IAS gesondert aufgeführt, weil sie dem externen Leser der Bilanz zusätzliches, schnell liquidierbares Vermögen anzeigen.
- 10) Ob im CTA eine andere, sprich: bessere Rendite erzielt werden kann als im Unternehmen, wird im Abschn. III. 4. "Renditeoptimierung" erläutert. Voraussetzung dafür ist aber, dass sich das Investitionsprogramm des CTA von demjenigen bei einer "Nicht-CTA-Lösung" unterscheidet.
- 11) Das Schema folgt dem kontinentaleuropäisch geprägten Gesamtkostenverfahren.
- 12) Gerade bei Unternehmen, deren Personalaufwand und -intensität von außen als kritisch angesehen wird, liegt eine solche Bilanzpolitik nahe.
- 13) Vorausgesetzt, man verwendet die Korridor-Methode mit anschließender Amortisation oder auch die SORIE-Methode. Nur im Fall der - in der Praxis selten angewendeten - Sofortamortisation könnte es nach IAS 19 zu vergleichbaren Erfolgswirkungen wie bei der Verbuchung als Financial Instrument i. S. des IAS 39 kommen.
- 14) An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass es sich um eine Grenzbetrachtung handeln muss und nicht gleich das Ganze in Frage gestellt ist. Allerdings ist bei einer tatsächlichen Analyse keine Antwort ausgeschlossen.
- 15) Vgl. *Folgener*, BetrAV 2006 S. 435.
- 16) Die auf der aba-Jahrestagung am 3. 5. 2006 in Fulda von *Folgener* vorgestellte Hybridanleihe stellt dabei möglicherweise eine interessante Variante dar. Ist diese Anleihe jedoch so vorteilhaft wie vorgestellt, dann gilt dies vom Grundsatz her für alle Finanzierungssituationen im Unternehmen: Durch die Hybridanleihe kann dann die Anschaffung von Immobilien oder Beteiligungen ebenso finanziert werden wie etwa die Rückzahlung von Krediten. Ob dabei ausgerechnet Pensionsverpflichtungen "virtuell" getilgt oder aber andere Investitionen getätigt werden sollten, ist eine Frage der Rentabilität der alternativen Anlagemöglichkeiten, nicht eine Frage der Finanzierung.
- 17) Die Reihenfolge unterstellt, dass grundsätzlich auch in der Langzeitperspektive genügend Mittel durch das operative Geschäft erwirtschaftet werden, denn sonst hätte man weder eine Entscheidung für diese

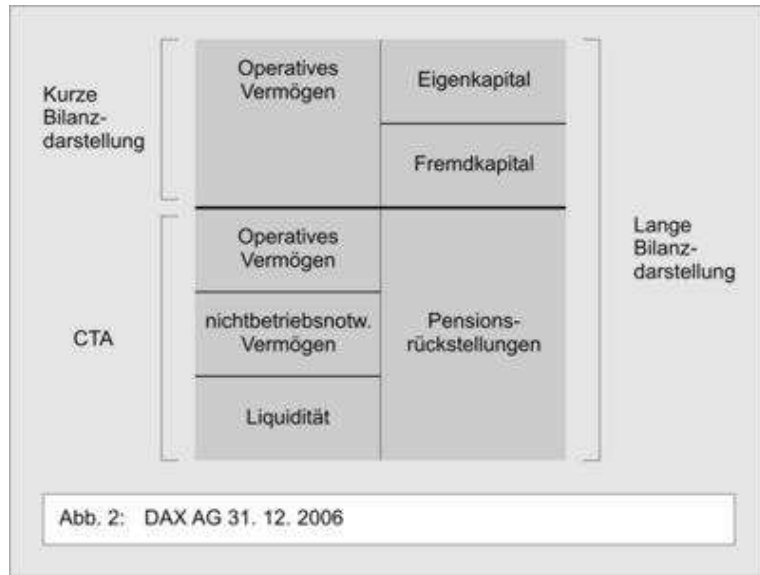
Investition noch zu deren Finanzierung treffen dürfen. Da aber die Verpflichtungen i. d. R. bereits vorhanden sind, kann diese Grundüberlegung ohnehin nicht rückwirkend im Sinn einer Entscheidungsrelevanz angestellt werden.

- 18) Dies ist die Grundangst derer, die ein CTA-Modell als Selbstdisziplinierung vorschlagen. Wer in Abschn. III. 5. dem Verfasser darin zustimmt, dass dies keine ausreichende Motivation für eine CTA-Auslagerung darstellt, der muss die Bereitschaft aufbringen, die in Abschn. IV gestellten Fragen zu beantworten.
- 19) Als Segment kann alles das definiert werden, was eine eigenständige Cash Flow-Analyse ermöglicht. Der Begriff Segment soll daher - nicht zufällig - an den Segmentbericht der Unternehmen - z. B. auf der Basis der Anforderungen des IAS 14 - anschließen. Wenn jedoch die Analyse eine feinere Aufteilung zulässt (zum Beispiel profit center oder Sparten im Unternehmen, oder auch die "Cash Generating Units" im Zusammenhang mit den Firmenwert-Impairmenttests), dann sollte das Pensionsthema unmittelbar in diese Fragestellung integriert werden.

© DER BETRIEB, Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH 2007

#### Alle Abbildungen dieses Dokuments:



[Fenster schliessen](#)