

# TREASURYLOG

Informationen für Treasurer und Finanzverantwortliche, seit 1992 herausgegeben von Schwabe, Ley & Greiner

1  
2006

## Pension-at-Risk®

Schwabe, Ley & Greiner	<b>Editorial</b>	3
Schwabe, Ley & Greiner	<b>Kurzmeldungen</b>	4
Utz Greiner (Schwabe, Ley & Greiner)	<b>... und was übrig bleibt, bekommen die Aktionäre</b>	6
Sabine Schramm (Celesio AG)	<b>Treasury – wachsende Komplexität</b>	8
Erhard Wehlen (Linde AG)	<b>Pensionsverbindlichkeiten als Finanzierungsinstrument</b>	12
Jens ter Bahne (Continental AG)	<b>Ausgangspunkt ist immer die Verpflichtungsseite</b>	13
Paul A. Kocher (Bundespensionskasse AG)	<b>Sicher zu wenig verdienen oder sicher zu viel riskieren?</b>	14
Dr. Peter Roedern, Mascha Doetsch (Allianz Dresdner Pension Consult GmbH)	<b>CTA: Funktionsweise und Gestaltungsmöglichkeiten</b>	18
Gerhard K. Humpeler (Blum Gruppe)	<b>Sind Abfertigungen ein Treasury-Thema?</b>	22
Matthias Veit (Schwabe, Ley & Greiner)	<b>Wer lernt, wächst</b>	26
Schwabe, Ley & Greiner	<b>Tipps, Trends, News</b>	27

# Fordern auch Sie mehr von Ihrem Geldmarktfonds?

- Bester Euro-Geldmarktfonds 2005\*
- Bester Euro-Geldmarktfonds über die letzten 4 Jahre\*
- 41 % Wachstum des verwalteten Vermögens in unserem Euro-Geldmarktfonds mit täglicher Verfügbarkeit\*
- Über 400 % Wachstum des verwalteten Vermögens in unserem Euro-Geldmarktfonds mit wöchentlicher Kündbarkeit\*
- Standard Life Investments verwaltet insgesamt ein Vermögen von € 165 Mrd. weltweit

Fordern Sie mehr.

Informationen:

[www.caaash.com](http://www.caaash.com)

Freephone 0800 181 400 1 (Deutschland)

oder 0800 29 3 228 (Österreich)

Heiko Dahse

Investment Director European Business

Standard Life Investments

Tel.: 0044 131 245 9829

Fax: 0044 131 245 4609

E-mail: [heiko\\_dahse@standardlife.com](mailto:heiko_dahse@standardlife.com)

\*iMoneyNet 1/1/05 – 31/12/05

STANDARD LIFE INVESTMENTS



Exceptional investments, extraordinary world



# Liebe Leserinnen und Leser!

Manchmal ist es doch ein leises Vergnügen, im Zusammenhang mit den Themen der Treasury-Zunft nicht von den Amerikanern und auch nicht von den Engländern lernen zu müssen. Der Umgang mit leistungsorientierten Pensionszusagen ist ein solches Thema.

Dass sich die Finanzmathematik nicht außer Kraft setzen lässt, werden General Motors, Delphi und ein großer Teil der britischen Pensionsfondsindustrie zumindest im privaten Gespräch wahrscheinlich bestätigen. Langfristige Verbindlichkeiten werden nicht weniger, wenn man sie mit Aktienrenditen abzinst – auch wenn das Auge weniger sieht. Sie gewinnen aber sehr wohl an Gewicht, wenn Zinsen fallen, und sie werden volatil, wenn Zinsen volatil werden.

## Risiken aus Festsatzfinanzierungen

Wie wenig der Barwert und seine Zinssensitivität als betriebswirtschaftlicher Maßstab auch innerhalb unserer deutschsprachigen Zunft akzeptiert werden, zeigen Gespräche über das Risiko aus Festsatzfinanzierungen. Der Kurswert einer gekauften Anleihe ist unstrittig, der Marktwert eines Unternehmens oder einer Aktie als Barwert zukünftiger Zahlungsströme wird zumindest nicht offen in Abrede gestellt. Der Barwert eines Festsatzkredits jedoch ... Da ist auch die IFRS-Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten nicht hilfreich. Wir sind es gewohnt, Bilanzwert mit Wert gleichzusetzen. Es bedurfte erst der „Projected Unit Credit Method“ (PUC), um die Duration und das Zinsrisiko aus Pensionszusagen bewusst zu machen. PUC hat die Zinssensitivität aber nicht „gemacht“, sondern nur gezeigt. Die war schon vorher da.

General Motors – als Vertreter einer ganzen Gruppe von Unternehmen – laboriert an Schwächen im operativen Geschäft und wird zusätzlich von einem „Double Whammy“ aus der Treasury-Ecke getroffen. Da ist zum einen der steigende Barwert der langfristigen „Pensionskredite“. Das allein wäre schmerzlich genug gewesen. Die Verlockung, durch besondere Betonung von Aktien mit Pensionen (vulgo Finanzverbindlichkeiten) Geld verdienen zu können, war zu groß. Welcher CFO bewilligt die

Aufnahme von Krediten zur Investition in Aktien? Massive Verluste an den Aktienmärkten waren nur der zweite (zu erwartende) Schlag. Im Zeitraum 1928 bis 2004 haben Anleihen (US-Treasury-Bonds) Aktien (S&P 500) in 30 von 76 Jahren geschlagen.

## Schwankender Barwert der Verbindlichkeiten

Die hohe Duration und der steigende bzw. schwankende Barwert der Verbindlichkeiten lasten aber auch auf dem Aktienwert der Unternehmen in unserem Wirtschaftsraum, die sich lediglich über Pensionsverbindlichkeiten finanzieren und die Inkongruenz mit Finanztiteln der Aktivseite vermieden haben.

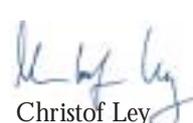
Die Erkenntnis erscheint klar: Das Problem ist nicht nur über die Asset-Seite lösbar ... auch weil es in unseren Märkten diese häufig nicht in Form von finanzieller Deckungsmasse gibt und auch nicht geben muss. Das Problem ist ebenso über die Passivseite anzugehen. Und da lohnt sich ein Blick in eine ungewöhnliche Richtung – nach Dänemark, insbesondere in die Bilanz der Pensionskasse ATP: solide Überdeckung der Verbindlichkeiten, eine Asset Allocation mit 80 Prozent Anleihen (mit einer unauffälligen Modified Duration von rund fünf) und ein Empfänger-Swap-Portefeuille mit einem Nominale, das fast ebenso groß ist wie das des Anleihenportefeuilles und eine Modified Duration von rund 20 hat: zur Absicherung der Zinssensitivität der Passiva.

## Pension-at-Risk®

Vor diesem Hintergrund haben wir unser Konzept „Pension-at-Risk®“ entwickelt, und wir plädieren dafür, Pensionsverbindlichkeiten in den Finanzstatus aufzunehmen und bald nach Kopenhagen zu fahren.

Viel Spaß beim Lesen!

  
Jochen Schwabe

  
Christof Ley

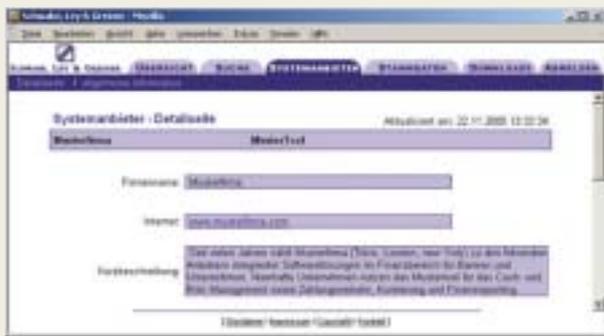
  
Utz Greiner

### Rechnungslegungsstandards: Kommission übernimmt IAS 39

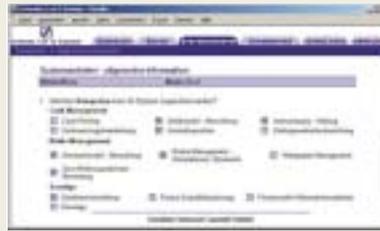
Die Europäische Kommission hat eine Verordnung zur Übernahme des geänderten International Accounting Standard (IAS) 39 „Finanzinstrumente: Ansatz und Bewertung – Wahlrecht der Bewertung zum beizulegenden Zeitwert“ erlassen. Die Übernahme gilt rückwirkend zum 1. Januar 2005, sodass die Unternehmen den geänderten Standard ihren Abschlüssen von 2005 zugrunde legen können. Mit der Verordnung wird der Teil über den beizulegenden Zeitwert wieder in den ursprünglichen IAS 39 integriert, der zuvor ausgenommen war, womit die Sonderregelung für das uneingeschränkte Wahlrecht der Bewertung zum beizulegenden Zeitwert beendet wird. Zusammen mit dem Europäischen Parlament und den Mitgliedsstaaten prüft die Kommission, ob im Lichte der Übernahme des geänderten Standards auch folgerichtige Änderungen an den bestehenden Rechnungslegungsrichtlinien anzubringen sind.

### Webguide Treasury-Systeme (WTS) mit neuen Funktionalitäten

Die Arbeit mit Treasury-Systemen ist für viele Treasurer mittlerweile selbstverständlich. Doch bis ein Treasury-System erfolgreich im Unternehmen eingeführt ist, gilt es einen komplexen Auswahl-, Entscheidungs- und Implementierungsprozess zu bewältigen. Der WTS unterstützt dabei all jene, die sich einen ersten Marktüberblick verschaffen wollen. Seit 2001 ist der WTS das einzige deutschsprachige Verzeichnis für Software-Anbieter für das Finanz- und Treasury-Management. Schwabe, Ley & Greiner strebt dabei eine möglichst vollständige Marktübersicht an. Das Verzeichnis umfasst mehr als 70 Anbieter; es erfolgen keine qualitativen Wertungen. Mit einer Reihe von Neuerungen haben wir den WTS in den letzten Monaten noch informativer und benutzerfreundlicher gestaltet:



Mit einem Blick auf das Kurzprofil sehen Sie sofort, in welchen Bereichen die einzelnen Systemanbieter ihre besonderen Schwerpunkte setzen.



Anhand von 14 Kategorien können Sie gezielt nach bestimmten Leistungsmerkmalen der einzelnen Anbieter suchen.

In der neu geschaffenen Rubrik Implementierungsberichte finden Sie konkrete Fallstudien einzelner Anbieter zu aktuellen Referenzprojekten. Die Zahl der Benutzer des WTS steigt übrigens kontinuierlich; derzeit nutzen etwa 2.800 Personen den WTS. Die kostenlose Registrierung ist jederzeit auf unserer Website [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at) möglich. Sie haben noch Fragen zum WTS? Schicken Sie uns ein E-Mail an: [webguide.treasurysysteme@slg.co.at](mailto:webguide.treasurysysteme@slg.co.at)



### Seminargutschein im Wert von 100 Euro zu gewinnen

Anlässlich der Überarbeitung des WTS haben Sie die Möglichkeit, einen Seminargutschein im Wert von 100 Euro zu gewinnen. Senden Sie uns bis spätestens 31. Januar 2006 ein E-Mail an [webguide.treasurysysteme@slg.co.at](mailto:webguide.treasurysysteme@slg.co.at) und nennen Sie uns drei Systemanbieter, die im WTS abrufbar sind. Unter allen richtigen Einsendungen verlosen wir einen Gutschein zum Besuch eines Seminars bei Schwabe, Ley & Greiner im Wert von 100 Euro. Der Rechtsweg ist ausgeschlossen.

### Henkel KGaA: Neue Struktur der Pensionsverpflichtungen

Henkel hat die Finanzierung der Pensionsverpflichtungen gegenüber Mitarbeitern und Pensionären in Deutschland neu strukturiert. Demnach werden große Teile dieser Verpflichtungen zukünftig durch ein Contractual Trust Arrangement (CTA) abgesichert. Ein wesentlicher Bestandteil des notwendigen Kapitals wurde mittlerweile durch Begebung einer nachrangigen Anleihe mit eigenkapitalähnlichen Elementen („Hybrid-Anleihe“) mit einem Volumen von 1,3 Milliarden Euro aufgebracht. Henkel erreicht durch diese Maßnahme eine Stärkung der finanziellen Flexibilität und ein besseres Management der finanziellen Risiken der Pensionsverpflichtungen. Darüber hinaus wird die internationale Vergleichbarkeit der Finanzberichterstattung erhöht. Mitarbeiter und Pensionäre profitieren von einer verbesserten Absicherung ihrer Pensionsansprüche.

26. – 28. April 2006 in Mannheim  
**18. Finanzsymposium**



SCHWABE, LEY & GREINER

Schon für 2006 vorgemerkt?

Das 18. Finanzsymposium.  
Das führende Finanzforum für die Wirtschaft.

Von 26. bis 28. April 2006.  
Wieder in Mannheim.

- 11 Podiumsdiskussionen
- 55 Anbieter aus der Finanz- und Softwarebranche
- 145 Fallbeispiele und Präsentationen
- 1.500 Teilnehmer
- Gastreferat von Joschka Fischer

Sind auch Sie dabei?

Fordern Sie bei Interesse weitere Informationen an:

Schwabe, Ley & Greiner  
Gesellschaft m.b.H.  
Margaretenstraße 70  
A-1050 Wien, Österreich

Tel.: +43-1-585 48 30  
Fax: +43-1-585 48 30-15  
[www.slg.co.at/finanzsymposium](http://www.slg.co.at/finanzsymposium)



Das Finanzforum für die Wirtschaft

Haupt-Sponsoren

COMMERZBANK Deutsche Bank Dresdner Bank Die Beraterbank WestLB

Bank der neuen Antworten

System-Sponsoren



Treasury-Sponsoren



HSBC Trinkaus & Burkhardt

Siemens Financial Services

SOCIETE GENERALE

# ... und was übrig bleibt, bekommen die Aktionäre

Sozialverbindlichkeiten sind Finanzschulden – wenn auch mit ganz besonderen „Eigenschaften“. Deshalb müssen die Positionen auf dem „Treasury-Radar“ auftauchen.



**Utz Greiner**

ist Partner bei Schwabe, Ley & Greiner

**D**ie aktuelle Krise um Delphi, GM und andere prominente Unternehmen rückt Pensionsverpflichtungen in den Blickpunkt: Sind Pensionen ein existenzgefährdendes Risiko? Ganz so dramatische Entwicklungen wird es bei Unternehmen im deutschsprachigen Raum wohl nicht geben, wengleich auch hier der Zusammenhang zwischen Pensionsverpflichtungen, Abfertigungen und ähnlichen „Sozialverbindlichkeiten“ einerseits und Rating sowie Unternehmenswert andererseits spätestens seit der berühmt-berüchtigten Methodenänderung durch Standard & Poor's Anfang 2003 erhöhte Aufmerksamkeit genießt.

Noch in jüngster Vergangenheit waren diese Positionen bei der Bilanzbeurteilung im Graubereich zwischen Fremd- und Eigenkapital angesiedelt. „Sozialkapital“ war der Begriff. Ein Blick auf die Wesensmerkmale zeigt den wirklichen Charakter: Es ist eine vertraglich fixierte langfristige Zahlungsverpflichtung, die zu leisten ist, bevor der Aktionär „konsumieren“ darf. Es ist eine Verbindlichkeit, die im Lauf der Zeit aufzinst und deren Wert mit dem Zinsniveau schwankt. Nach dem alten Diktum „Quakt wie eine Ente, watschelt wie eine Ente, sieht aus wie eine Ente, ... dürfte eine Ente sein“ wird man zur Schlussfolgerung kommen, dass es ein Kredit, eine Finanzschuld ist. Wengleich es hier natürlich einige spezielle Risikomerkmale gibt: besondere Langfristigkeit, Unkündbarkeit und einseitige Verlängerungsoptionen des Kreditgebers.

## Steuerung im Dreieck zwischen Value-at-Risk, Cashflow-at-Risk und Kosten

Da es sich um Finanzschulden handelt, sind diese Positionen Gegenstand des Finanzportfoliomanagements – so wie jeder Investitionskredit, jeder Barvorschuss und jedes Wertpapier der Liquiditätsreserve. Zumindest gedanklich müssen die Positionen im Finanzstatus und damit auf dem „Treasury-Radar“ auftauchen. Für das Management brauchen keine neuen Konzepte entwickelt zu werden. Es geht um

die Steuerung im Dreieck zwischen Value-at-Risk, Cashflow-at-Risk und Kosten. Dieses sei an einem Beispiel illustriert, das sich an einer typischen „Old Economy“-Bilanz orientiert. Aktiva von insgesamt 30 Mrd. Euro enthalten Deckungsmittel für Pensionsrückstellungen und liquide Mittel von jeweils 1,5 Mrd. Euro. Die Passivseite zeigt u. a. Pensionsrückstellungen von 8 Mrd. Euro und Finanzverbindlichkeiten von 4 Mrd. Euro. Die Asset Allocation der Deckungsmittel wird weiter unten aufgeführt.

Das Unternehmen hat 500 Millionen Aktien. Der Markt bewertet das Unternehmen mit 16 Euro pro Aktie. Die Marktkapitalisierung entspricht also dem Buchwert.

Die Finanzverbindlichkeiten sind zur Gänze festverzinslich mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit von fünf Jahren und einer Modified Duration von vier – sie entsprechen der Struktur der Anleihen im Pensionsfonds. Die liquiden Mittel bestehen aus Termingeldern mit einer durchschnittlichen Laufzeit von drei Monaten. Ein Blick auf das „traditionelle“ Finanzportefeuille zeigt einen Cashflow-at-Risk aus den variabel verzinslichen Mitteln von 15 Mio. Euro und einen Value-at-Risk von 246 Mio. Euro. Das sind zwei Cent bzw. rund 50 Cent pro Aktie. Der Value-at-Risk pro Aktie liegt in etwa bei moderaten 3 % vom Kurs.

### Aktiva

Aktiva	Mio. Euro	%
Sachanlagevermögen	15.000	50 %
Umlaufvermögen	12.000	40 %
Pensionsfinanzierung – Aktien	1.000	3 %
Pensionsfinanzierung – Anleihen	400	1 %
Pensionsfinanzierung – Sonstige	100	0 %
Liquide Mittel	1.500	5 %
Summe Aktiva	30.000	100 %

„Pensionsverpflichtungen waren im Graubereich zwischen Fremd- und Eigenkapital angesiedelt.“

Dieses Portfeuille mit erwarteten Nettokosten von knapp unter 0,4 % p. a. wirkt „unauffällig“. Die Risiken sind gering.

Ein ganz anderes Bild zeigt sich bei Berücksichtigung der Pensionsverbindlichkeiten und deren Zinssensitivität bzw. Modified Duration. Eine Zusage an einen 40-jährigen Mitarbeiter, der mit 65 in Pension geht und den Arbeitgeber mit 85 aus der Zahlungsverpflichtung „entlässt“, hat eine Modified Duration von 33 - 1 % Zinsänderung bedeutet rund 33 % Barwertänderung! Für unser Beispiel gilt, dass 50 % der Pensionsverbindlichkeiten auf Aktive und 50 % auf Rentner entfallen. Die durchschnittliche Modified Duration wird mit 20 angenommen. Dadurch erhöht sich die Kursvolatilität der Nettoanleihenposition auf 15 % p. a.

Dieses umfassende Finanzportfeuille kostet 2,7 % und birgt einen Value-at-Risk von gerundet 1,8 Mrd. Euro oder 3,50 Euro pro Aktie. Das sind 23 % vom Kurswert.

Diese Dimension ist alles andere als „unauffällig“. Welche Aufgabe kann auf das Treasury in diesem Zusammenhang zukommen? Eine mögliche ist die, das Risiko aus dem Portfeuille durch gezielte Steuerung des Planvermögens zu minimieren. Für das gegenständliche Beispiel bedeutet das eine Umschichtung aller Finanzaktiva in 30-jährige Nullkuponanleihen. Der Value-at-Risk wird um rund 50 % auf 1,72 Euro pro Aktie reduziert, während sich die Kosten von 2,7 % auf 3 % erhöhen. Damit ist das „Ende der Fahnenstange“ gewiss nicht erreicht, aber ein grundsätzliches Steuerungsproblem aufgezeigt.

Die Asset Allocation des Planvermögens zeigt bei einigen DAX-Unternehmen einen Aktienanteil und eine Laufzeitenstruktur der Anleihen, die zumindest nicht mit der Verbindlichkeitenstruktur erklärbar sind. Der Asset Allocation liegen zwar Aktiv/Passiv-Studien zugrunde, die Ergebnisse lassen jedoch vermuten,

dass die Barwertsensitivität der Passiva als „unerheblich“ angesetzt wurde. Dies entspricht jedoch nicht der ökonomischen Realität.

Dagegen erscheint es bei „wertorientierter“ Unternehmensteuerung angebracht, den potenziellen Einfluss auf den Wert der Aktie zum Maßstab aller Maßnahmen zu machen. Und dieser ist der Wert der Capital Cashflows plus Marktwert der Finanzaktiva abzüglich Marktwert der Finanzpassiva. Was übrig bleibt, bekommen die Aktionäre.

Vor diesem Hintergrund sei die Schlussfolgerung von Jin und Merten, Harvard School of Business, und Brodie, Boston University School of Management, vom Juli 2004 zitiert:

*„The central finding ... is that the stock market seems to process the available pension information without bias despite the practical difficulties of deciphering corporate pension accounts. ... our regression tests indicate that equity betas of firms do appear to accurately reflect the betas of their pension assets and liabilities.“*

#### Ausrichtung der Finanzaktiva an einer klaren Zielhierarchie

Anders ausgedrückt: Langfristig mag der Ertrag aus Aktien höher sein als der aus Anleihen. Dieser wird aber nur mit höherem Risiko und höheren Gesamtkapitalkosten erkaufte! Der höhere Ertrag schafft keinen Wert. Als Alternative zum traditionellen Ansatz ist eine Ausrichtung der Finanzaktiva an einer klaren Zielhierarchie denkbar: 1. Ausgleich des Risikos aus den Pensionsverbindlichkeiten, 2. Deckung der Kosten und 3. Überschusserzielung zur Sicherung gegen die Risiken „jenseits der Duration“ wie Inflation und die Verlängerungsoption der Kreditgeber durch Langlebigkeit! Ob Aktien diesem letzteren Aspekt dienen, kann an dieser Stelle nicht beantwortet werden. Interessanterweise hatte die Deutsche Bank im Jahr 2002 ein Contractual Trust Arrangement (CTA) angekündigt – mit einer Asset Allocation von 20 % Aktien und 80 % lang laufenden Anleihen.

Heute, im November 2005, wird auf expliziten Wunsch des Konzernvorstands der Deutschen Bank eine weitestgehend risikolose Portfoliostrategie verfolgt. Der Aktienanteil wurde nachhaltig reduziert, beträgt 10–20 % und kann bis auf 0 % heruntergefahren werden. 80–90 % sind in Renten angelegt, die wiederum in sieben Segmenten gesteuert werden (Corporate, Government, Spread Products). ■

„Der langfristig höhere Ertrag aus Aktien wird mit höherem Risiko und höheren Gesamtkapitalkosten erkaufte.“

Passiva		
Passiva	Mio. Euro	%
Eigenmittel	8.000	27 %
Pensionsrückstellungen	8.000	27 %
Finanzverbindlichkeiten	4.000	13 %
Sonstige Verbindlichkeiten	10.000	33 %
		0 %
		0 %
Summe Passiva	30.000	100 %

Kontakt: [ug@slg.co.at](mailto:ug@slg.co.at)

# Treasury – wachsende Komplexität

Was sind die Anforderungen an das Treasury bei Celesio, dem führenden Pharmahandelsunternehmen Europas? Christof Ley sprach mit Sabine Schramm, Head of Corporate Treasury, Celesio AG.



**Sabine Schramm**

ist Head of Corporate Treasury bei der Celesio AG, Stuttgart

**Celesio AG (2004)**

Umsatz: 19,2 Mrd. Euro  
EBIT: 590,3 Mio. Euro  
Mitarbeiter: 32.246

**Was macht die Celesio AG?**

**Sabine Schramm:** Die im MDAX notierte Celesio AG ist das führende Pharmahandelsunternehmen in Europa. Wir sind derzeit in 15 Ländern tätig und erzielten im Jahr 2004 einen Umsatz von 19,2 Mrd. Euro. Der Konzern deckt mit seinen drei Geschäftsbereichen Celesio-Großhandel, Celesio-Apotheken und Celesio-Services die gesamte Bandbreite des Pharmahandels und der pharmabezogenen Dienstleistungen ab. Im Großhandel führen täglich 137 Niederlassungen über 100.000 Lieferungen durch und stellen sicher, dass über 50.000 Apotheken mit allen Produkten versorgt werden, die ihre Kunden brauchen. Im Bereich Celesio-Apotheken sorgen über 2.000 eigene Apotheken in sieben Ländern täglich für die Gesundheit von mehr als 500.000 Kunden. Als Teil des dritten Geschäftsbereichs Services bietet Celesio den Pharmaherstellern Logistik- und Distributionslösungen durch ein paneuropäisches Netzwerk von Tochterunternehmen. Aktuell arbeiten rund 34.000 Mitarbeiter in ganz Europa für den Celesio-Konzern.

**Wie sieht die derzeitige Organisationsstruktur im Treasury bei Celesio aus? An wen wird berichtet?**

**Schramm:** Der Bereich Corporate Treasury mit einer derzeitigen Teamstärke von sieben Personen ist ein wichtiger Bestandteil des Gesamtbereichs Corporate Finance, Treasury & Investor Relations. Corporate Treasury berichtet – wie auch das Corporate Finance Team – an den Finanzvorstand. Die wesentlichen Aufgaben im Corporate Treasury umfassen derzeit:

- Kurzfristiges Liquiditätsmanagement des Celesio-Konzerns
- Steuerung und Beratung der Treasury-Bereiche in über 25 Celesio-Tochtergesellschaften (15 Länder) unter Einbindung der Finanzierungsgesellschaft (Celesio Finance B.V.) in den Niederlanden
- Verantwortlichkeit für das Zins- und Währungsrisikomanagement im Gesamtkonzern

- Finanzreporting/-controlling

- Haftungserklärungen (z. B. Garantien) im Celesio-Konzern

Zur Optimierung der Refinanzierung arbeiten wir im Corporate Treasury eng mit dem Corporate Finance Team zusammen. Die Abgrenzung zwischen den Bereichen ergibt sich aus dem Zeithorizont: Im Treasury wird das kurzfristige Liquiditätsmanagement gesteuert; Corporate Finance ist für das mittel- bis langfristige Liquiditätsmanagement zuständig. Die Aufgaben von Corporate Finance umfassen schwerpunktmäßig die Durchführung von Eigen- und Fremdkapitalmaßnahmen (s. u.), die Optimierung der Konzernfinanzierungsstruktur sowie die Gestaltung und Umsetzung von strukturierten Finanzierungen (z. B. Leasing oder ABS). Corporate Investor Relations unterstützt die beiden Abteilungen u. a. bei Gesprächen mit Bankanalysten und bei der Aufbereitung von Markt- und Unternehmensinformationen für Banken.

**Wie ist die aktuelle Finanzierungsstruktur des Unternehmens? Sind Veränderungen geplant?**

**Schramm:** Die Celesio-Gruppe hatte per 31. 12. 2004 eine solide EK-Quote von 29,9 % (IFRS). Das Fremdkapital der Celesio AG ist hauptsächlich durch die Ziehung von Kreditlinien und die Platzierung von Schuldscheindarlehen finanziert. Die Basis jeder Geschäftsbeziehung der Celesio AG mit einer Bank ist die Bereitstellung der Bankbilanz. Deshalb bestehen mit zahlreichen internationalen Banken langfristige (bis siebenjährige) bilaterale „Evergreen“-Kreditlinien. Alle wurden im Rahmen einer einheitlichen Standarddokumentation abgeschlossen und können je nach Bedarf von der Celesio AG oder Celesio Finance B. V. in Anspruch genommen werden. Zur weiteren Diversifizierung der Finanzierungsstruktur sind zwei Maßnahmen hervorzuheben: 2002 fand eine Eigenkapitalerhöhung mit einem Emissionserlös von 462 Mio. Euro

„Die Celesio AG unterhält mit vielen internationalen Banken langfristige bilaterale ‚Evergreen‘-Kreditlinien.“

# 2006 Die nächsten SLG-Veranstaltungen im Überblick

Bei Interesse/Anmeldung kreuzen Sie bitte die jeweiligen Seminare oder Lehrgänge an. Gerne senden wir Ihnen dazu nähere Informationen. Alle Veranstaltungen finden Sie auch auf unserer Homepage [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at) in der Rubrik „Ausbildung/Termine“!

Bitte faxen an: +43-1-585 48 30-15

E-Mail: [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at)

Ich interessiere mich für die ausgewählten Seminare/Lehrgänge.

Ich melde mich für die ausgewählte Veranstaltung an.

Seminare Österreich	März	April	Mai	Juni	Juli	September	Oktober	November	Dezember
Cash- und Finanzmanagement		19.-20.				26.-27.			6.-7.
Debitorenmanagement			2.-3.						4.-5.
Derivate in der Bilanz				7.-8.					
Derivative Währungs- und Zinsinstrumente rechnen und einsetzen				1.-2.				9.-10.	
Finanzanlagen und -schulden gezielt steuern		4.						7.-8.	
Finanzierung								14.	
Finanzschuldenmanagement für die öffentliche Hand			22.-23.			20.-21.			
Konzerfinanzierung und Cash Pooling – steuerliche und rechtliche Aspekte		25.				14.			
Liquiditätsmanagement		3.						13.	
Treasury in Zentraleuropa		21.				28.			
Treasury-Revision				13.-14.				2.-3.	
Value-at-Risk – Professional			2.-4.				23.-25.		
Währungs- und Zinsrisikomanagement			9.-11.				2.-4.		
Währungsrisikomanagement			9.-10.				2.-3.		
Zinsrisikomanagement			10.-11.				3.-4.		
<b>Seminare Deutschland</b>									
Cash- und Finanzmanagement	28.-29.							10.-11.	
Debitorenmanagement		24.-25.						22.-23.	
Derivate in der Bilanz			16.-17.					28.-29.	
Derivative Währungs- und Zinsinstrumente rechnen und einsetzen		20.-21.						23.-24.	
Finanzanlagen und -schulden gezielt steuern			23.-24.						
Finanzierung	14.							8.	
Konzerfinanzierung und Cash Pooling – steuerliche und rechtliche Aspekte	16.-17.					14.-15.		7.	
Liquiditätsmanagement	15.								
Treasury in Zentraleuropa	30.						12.		
Treasury-Revision			30.-31.						5.-6.
Währungs- und Zinsrisikomanagement		4.-6.					16.-18.		
Währungsrisikomanagement		4.-5.					16.-17.		
Zinsrisikomanagement		5.-6.					17.-18.		
<b>Lehrgänge Österreich</b>									
27. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management	M2: 20.-31.								
28. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management			M1: 19.-30.				M2: 9.-20.		
29. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management				9.				M1: 20.11.-1.12.	
Treasury-Prüfung								17.	
<b>Lehrgänge Deutschland</b>									
19. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management			M1: 8.-19.						
Treasury-Express						M2: 18.-29.			
Treasury-Prüfung				3.-7.				27.11.-1.12.	
<b>Symposium 2006</b>									
18. Finanzsymposium		26.-28.						3.	

Vor- und Zuname, Titel

Firma

Position/Abteilung

Branche

Straße, Postfach

PLZ, Ort

Tel./Fax

E-Mail

Datum

Unterschrift



statt, und in den Jahren 2003 bis 2005 wurden langfristige Schuldscheindarlehen in einer Gesamthöhe von EUR 621 Mio. emittiert. Auf nationaler Ebene bestehen Kreditlinien in geringem Umfang, um lokalen Betriebsmittelschwankungen gerecht zu werden. Diese werden jedoch im Rahmen der Zentralisierung auf ein notwendiges Minimum reduziert. Bei einem stark expandierenden Unternehmen wie der Cesio AG ist es wichtig, die Finanzmärkte ständig zu beobachten und attraktive Finanzmarktprodukte regelmäßig zu analysieren. Mit unserer derzeitigen Finanzierungsstruktur sind wir hervorragend aufgestellt. Weitere Diversifizierungsmaßnahmen können folgen, sofern sich interne oder externe Rahmenbedingungen ändern.

#### Wie managen Sie Ihre Bankbeziehungen?

**Schramm:** Wir behandeln alle Banken hinsichtlich der Information und Dokumentation gleich. Fester Bestandteil unserer Bankbeziehungen ist der jährliche „International Bankers Day“. Bei dieser Veranstaltung erhalten alle interessierten Banken detaillierte Informationen zu unseren Finanzkennzahlen sowie zu relevanten Änderungen im Finanz- und Treasury-Bereich (z. B. Auswirkungen der Umstellung von HGB auf IFRS). Des Weiteren finden regelmäßig bilaterale Bankengespräche statt.

#### Wie ist das Risikomanagement bei Cesio organisiert?

**Schramm:** Die Kontrolle des Zins- und Währungsrisikos ist ein Schwerpunkt des Risikomanagements in der Cesio-Gruppe. In Treasury Guidelines und Accounting Manuals sind die erforderliche Absicherungsquote, mögliche Absicherungsinstrumente sowie die erforderliche Dokumentation/Behandlung unter IFRS (Hedge Accounting) geregelt. Unsere gruppenweite Hedging-Strategie wird anhand von Forecast-/Budgetzahlen regelmäßig angepasst.

#### Welche Anforderungen stellen Sie an Treasury-Software?

**Schramm:** Gesetzliche und steuerliche Regelungen sowie Vorgaben bei der Bilanzierung

nach IFRS lassen die Anforderungen an Corporate Treasury immer zahlreicher und komplexer werden. Treasury-Software muss daher aus unserer Sicht insbesondere folgende Aufgaben jederzeit zuverlässig unterstützen: die Sicherstellung eines aussagekräftigen Finanzreportings/-controllings für den gesamten Cesio-Konzern (z. B. Kreditlinien, Konditionen/Laufzeitenstruktur, Ausnutzung der Kreditlinien, Kontostände, Abbildung sonstiger Finanzinstrumente, Finanzanlagen, Intercompany-Transaktionen, Hedges, Market-to-Market-Werte, Garantien), die kurz- und mittelfristige Liquiditätsplanung (Cashflow Forecast) und die automatisierte Abwicklung sämtlicher Back-Office-Transaktionen.

#### Welche Projekte werden Sie demnächst verfolgen?

**Schramm:** Hohe Priorität hat bei uns die vollständige Integration der Treasury-Bereiche unserer neu akquirierten Tochtergesellschaften. Weitere Projekte verfolgen die Optimierung des Finanzreportings und -controllings sowie die Automatisierung der erforderlichen Dokumentation unter IFRS.

#### Ganz zum Schluss: Als Teilnehmerin am Treasury Summit 2005 von Schwabe, Ley & Greiner hatten Sie Gelegenheit, Ihr Treasury mit dem anderer Unternehmen zu vergleichen: Was hat Ihnen die Teilnahme gebracht?

**Schramm:** Der Treasury Summit ist ein Projekt, bei dem die Teilnehmer ihre Treasury-Funktion, besonders vertiefend den Bereich Financial Risk Management/Controlling, einem detaillierten und systematisierten Vergleich unterziehen. Inhaltlich geht es um einen Vergleich der Regelungen, Vorgehensweisen, Methoden, Systeme und Abläufe im Treasury-Management. Diese Themen wurden zuvor anhand eines Fragebogens und in einem bilateralen Gespräch mit Schwabe, Ley & Greiner erörtert und bei einem Workshop am 12. und 13. Oktober 2005 in Potsdam diskutiert. Ohne Ablenkung durch die tägliche operative Arbeit war es wertvoll und hat Spaß gemacht, die einzelnen Treasury-/Finanzthemen zu analysieren und für das eigene Unternehmen festzustellen, wo man gut aufgestellt ist und wo eine Optimierung stattfinden sollte. Darüber hinaus bot der Summit Gelegenheit, sich über aktuelle Treasury-Themen bilateral mit zahlreichen Treasury-Kollegen von 13 namhaften Firmen aktiv auszutauschen. Mein persönliches Fazit: Die Teilnahme am Treasury Summit ist zu empfehlen. ■

**Kontakt:** [sabine.schramm@cesio.com](mailto:sabine.schramm@cesio.com)

„Alle Banken werden von uns hinsichtlich Dokumentation und Information gleich behandelt.“



## WEBGUIDE TREASURY-SYSTEME

Suchen Sie ein Treasury-System?

Der Webguide Treasury-Systeme bietet seit 2001:

- kostenlose Orientierungshilfe
- Vergleichsmöglichkeiten aller wesentlichen Systemanbieter
- Implementierungsberichte
- Pressemeldungen
- Leitfaden zum Thema „Systemauswahl“



Registrieren Sie sich jetzt kostenlos auf unserer Homepage [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at) und nutzen Sie den Überblick. 60 Systemanbieter stellen im Webguide Treasury-Systeme ihre Produktpalette vor.

Über 2.800 registrierte Benutzer sprechen für sich!

Fordern Sie bei Interesse weitere Informationen an:

Schwabe, Ley & Greiner  
Gesellschaft m.b.H.  
Margaretenstraße 70  
A-1050 Wien, Österreich

Tel.: +43-1-585 48 30  
Fax: +43-1-585 48 30-15  
E-Mail: [webguide.treasurysysteme@slg.co.at](mailto:webguide.treasurysysteme@slg.co.at)  
[www.slg.co.at/wts](http://www.slg.co.at/wts)



# Pensionsverbindlichkeiten als Finanzierungsinstrument

Aus Treasury-Sicht ist die Einbeziehung von Pensionsrückstellungen in den Finanzierungsmix für viele Unternehmen positiv. Erhard Wehlen, Linde AG, nennt im Gespräch mit Utz Greiner die Gründe.



**Erhard Wehlen**

ist Direktor, Ressortleiter Finanzen bei Linde AG

#### Linde AG (2004)

Umsatz: 9,4 Mrd. Euro  
EBT: 518 Mio. Euro  
Mitarbeiter: 41.383

„Pensionsrückstellungen sind vertraglich vorteilhafter einzustufen als externe Finanzierungen.“

**Linde kostete die Änderung in der Betrachtung von Pensionsverpflichtungen seitens Standard & Poor's eine Herabstufung ihres Ratings (von A- auf BBB+). Wie sehen Sie diese Position? Ist es eine Finanzschuld?**

**Erhard Wehlen:** In einer Umfrage der Deutschen Bank werden von einer Vielzahl nationaler und internationaler Finanzvorstände und Treasurer die Pensionsverpflichtungen ebenso wie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen als „Debt“ eingestuft. Dieser Ansicht schließe ich mich an. Zur Beurteilung von Pensionsverpflichtungen im Rating-Prozess verweise ich auf die umfangreiche Analyse von Prof. Gerke und Prof. Pellens, in der die Unterschiedlichkeit der Risiko-behaftung von internationalen Pensionssystemen dargestellt wird. Ähnliche Überlegungen haben bei Moody's und Fitch zu einem differenzierten Ergebnis geführt.

**Neben klassischen Finanzschulden von rund 2,5 Mrd. Euro zeigt Ihr Geschäftsbericht 2004 auch Pensionsrückstellungen von rund 840 Mio. Euro. Wie beurteilen Sie die Vor- und Nachteile dieser Position als Teil Ihres Finanzierungsmix?**

**Wehlen:** Die Einbeziehung von Pensionsrückstellungen in den Finanzierungsmix eines Unternehmens betrachte ich aus Treasury-Sicht für viele Unternehmen als positiv. Die so im Unternehmen verbleibenden Mittel stehen sehr langfristig zur Verfügung – bei in etwa vergleichbaren Zinsaufwendungen wie bei externen Finanzschulden. Pensionsrückstellungen sind vertraglich vorteilhafter einzustufen als externe Finanzierungen, u. a. da keine Akzelerationsmöglichkeiten bestehen und sie in Krisenzeiten anpassungsfähiger sind. Bei Unternehmen mit großen Liquiditätsbeständen, die in absehbarer Zeit nicht benötigt werden, kann es Sinn machen, die Pensionsrückstellungen auszufinanzieren. Bei Unternehmen mit Nettofinanzschulden kommt es darauf an, wie hoch der operative Ertrag ist (z. B. ROCE bei Linde um 10 %) handelt.

**Bei einer Bruttobetrachtung zeigen Sie einen Barwert der Versorgungszusagen von rund 1,9 Mrd. Euro – davon 950 Mio. durch Finanzmittel gedeckt. Was spricht für die Deckung durch gewidmete Finanzmittel statt sonstigem Betriebsvermögen?**

**Wehlen:** Die von Ihnen angesprochenen gedeckten Pensionszusagen sind bei Linde zu einem großen Teil auf die ausländischen Pensionssysteme zurückzuführen, die selbst in Europa von Land zu Land sehr unterschiedlich sind. Daher bedarf es einer unterschiedlichen Optimierung der Systeme. Der Vorteil einer Deckung durch gewidmete Finanzmittel liegt in der Verbesserung der ausgewiesenen Finanzkennzahlen.

**Die Asset Allocation für das Planvermögen per Ende 2004 beläuft sich auf 46 % Aktien, 41 % Anleihen und 13 % Sonstige. Welche Überlegungen haben zu dieser Struktur geführt?**

**Wehlen:** Ausgehend von der Analyse der Pensionsverpflichtungen über einen längeren Zeitraum, bedarf es der Sicherung gegen Inflation und zusätzlicher Wachstumsanforderungen aus den Verbindlichkeiten. Nur in dieser Mischung kann längerfristig eine Deckung der wachsenden Verpflichtungen aus Pensionszusagen realisiert werden. Tendenziell ist eine Verringerung des Aktienanteils und Erhöhung sonstiger Anlagen wie Immobilien und Private Equity festzustellen.

**Linde hat für Teile der Verpflichtungen die Finanzierung im Rahmen eines CTA (Contractual Trust Arrangement) gewählt. Was sind die besonderen Vorzüge dieser Form?**

**Wehlen:** So konnte der bisherige Durchführungsweg der Direktzusage unserer betrieblichen Altersversorgung beibehalten werden. Wir haben mit dem CTA ein Planvermögen für unsere Versorgungsverpflichtungen geschaffen, das vom Betriebsvermögen abgegrenzt ist. ■

**Kontakt:** erhard.wehlen@linde.de

# Ausgangspunkt ist immer die Verpflichtungsseite

Jens ter Bahne, Continental AG, erläutert im Gespräch mit Utz Greiner, warum auf Konzernebene die volle Transparenz gewährleistet sein muss.

**Die Continental AG analysiert leistungsorientierte Zusagen in einer „Pension Risk Map“, die Pensionszusagen in einem Koordinatendiagramm mit den Dimensionen „Company Risk“ und „Service Cost“ darstellt. Welche Erkenntnisse bringt das?**

**Jens ter Bahne:** „Company Risk“ zeigt das Risikopotenzial der unterschiedlichen Ausgestaltungsformen von „Defined-Benefit-Plänen“. So tragen z. B. klassische Endgehaltspläne mit vorgezogener Altersrente ohne versicherungsmathematische Abschläge ein deutlich höheres Risiko: Langlebigkeits-, Gehalts-, Zinsrisiko und das Risiko höherer Kosten durch den vorgezogenen Bezug der Altersrente liegen bei der Firma. Bei den so genannten „Cash-Balance-Plänen“ (beitragsorientierte Pläne) kann – je nach Gestaltungsform – das Risiko auf die Erfüllbarkeit des Garantiezins beschränkt werden.

Dem Risiko steht die Service Cost als Maß für jene Kosten gegenüber, die zusätzlich durch jedes neue Dienstjahr generiert werden. Die Service Cost zeigt das beeinflussbare Volumen, das z. B. durch Planneuordnungen steuerbar ist. Die Projected Benefit Obligation würde die wenig beeinflussbare, bereits erdiente Verpflichtung aufzeigen. Unsere Analyse ist Bestandteil des Risikomanagements und stellt Risiken aus Defined-Benefit-Plänen transparent dar und stößt Maßnahmen zur Risikoreduktion an.

**Die Entwicklungen in den USA zeigen das potenzielle Risiko aus diesen Zusagen. Rund ein Drittel der Anwartschaftsbarwerte entfällt bei Conti auf die USA. Welche Lösungsansätze sehen Sie?**

**ter Bahne:** Die Entwicklung in den USA war aus unserer Sicht vorhersehbar. Wir hatten unsere Konzernstrategie angepasst und die Pensionspläne von Defined Benefit auf Defined Contribution umgestellt. In Deutschland wurde schon in der Vergangenheit auf ein beitragsorientiertes System umgestellt. Es ist wichtig, dass man die Sensitivität der Verpflichtung

bezüglich der versicherungsmathematischen Annahmen versteht und würdigt. Die Probleme der US-Pensionspläne beruhen auf sehr risikobehafteten Pensionszusagen und zu optimistischen versicherungsmathematischen Annahmen.

**In Ihrem Beitrag zu unserem Treasury-Roundtable „Pension-at-Risk®“ haben Sie gefordert, vorhandenes Know-how auf Konzernebene in die lokalen Entscheidungsprozesse einzubringen. Woraus ergibt sich die Notwendigkeit?**

**ter Bahne:** Da die Risiken aus lokalen Pensionsplänen Auswirkungen auf die Konzernbilanz haben können, muss auf Konzernebene volle Transparenz gewährleistet sein. Gleichzeitig verfügt die Konzernzentrale über Spezialisten aus den Bereichen Treasury, Accounting und Benefits, die vertiefte Kenntnisse im Bereich Pensionen besitzen. Lokale Trustee Boards verfügen nicht über die gleiche Expertise. Es ist daher sinnvoll, das Wissen der Zentrale auch lokal verfügbar zu machen. Niedrigere Firmen- und Mitarbeiterbeiträge durch effizientere Abläufe sind natürlich im beidseitigen Interesse. Politisch ist dies allerdings umstritten, da die stärkere Transparenz weniger lokale Unabhängigkeit bedeutet.

**Aus Treasury-Sicht liegt die Lösung des „Problems“ in der „richtigen“ Asset Allocation – können Sie dem zustimmen?**

**ter Bahne:** Ausgangspunkt ist immer die Verpflichtungsseite. Bei risikoarmen Pensionsplänen, z. B. beitragsorientierten Plänen, bei denen die Firma lediglich das Garantiezinsrisiko trägt, ist die Asset Allocation entscheidend. Bei klassischen Endgehaltsplänen dagegen überwiegen die Risiken auf der Verpflichtungsseite. Ohne eine sinnvolle Steuerung dieser Risiken ist eine richtige Asset Allocation daher fast unmöglich, da die Unsicherheit über die zukünftigen Zahlungsverpflichtungen zu groß ist. ■

**Kontakt:** jens.ter.bahne@conti.de



**Jens ter Bahne**  
ist Experte „Benefits International“ bei Continental AG

**Continental AG**  
Umsatz: 12,5 Mrd. Euro  
EBITA: 1.096,4 Mio. Euro  
Mitarbeiter: 80.586

„Unsere Analyse ist Bestandteil des Risikomanagements.“

# Sicher zu wenig verdienen oder sicher zu viel riskieren?

Als noch junge betriebliche Pensionskasse steht die BPK vor der Aufgabe, die Pensionsbeiträge des Bundes mit dem Ziel anzulegen, möglichst hohe Pensionen für die Begünstigten zu erwirtschaften.



**Paul A. Kocher**

ist Vorstand bei der Bundespensionskasse AG

**Bundespensionskasse AG**  
gegründet 1999  
dzt. 40.000 Versicherte

**M**it Aufnahme der Geschäftstätigkeit im Jahr 2000 ist die Bundespensionskasse (BPK) eine noch sehr junge betriebliche Pensionskasse. Ihre Aufgabe ist die optimale Anlage der Pensionsbeiträge des Bundes mit dem Ziel, eine möglichst hohe Pension für die Begünstigten zu erwirtschaften. Es handelt sich folglich um beitrags- und nicht leistungsorientierte Zusagen. Angesichts des langen Anparhorizonts der BPK als junger Kasse – die ersten wesentlichen Mittelabflüsse aus Pensionszahlungen sollten erst in etwa 20 Jahren anfallen – besteht die Verlockung einer beherzten Investition in Aktien nach dem Motto: „Sogar die Sintflut war ein vorübergehendes Phänomen“. Dem allerdings steht neben anderen Überlegungen entgegen, dass die BPK wie alle anderen österreichischen Pensionskassen über einen rollierenden Horizont von fünf Jahren einen Mindestertrag von rund 1,5 % erreichen muss, wenn die Kunden nicht aus dieser Mindestertragsverpflichtung „hinausoptiert“ haben. Wird dieses Ziel verfehlt, muss der Dienstgeber Bund einen entsprechenden Nachschuss leisten – sofern die Pensionskasse nicht ihrerseits aus einer entsprechend dotierten Mindestertragsrücklage den Fehlertrag ausgleichen kann. Zur Dotierung dieser Mindestertragsrücklage müssen die Anwartschaftsberechtigten jedoch beitragen, was das ganze System für die Kunden verteuert. Die Mindestertragsgarantie ist jedoch nur für Pensionsberechtigte relevant.

Die BPK strebt nunmehr an, dass den Kunden – im Falle des Hinausoptierens – über die Risikobudgetierung eine ähnliche Zielsetzung des (nicht garantierten) Mindestertrags von 1–2 % p. a. geboten wird, ohne dass die Dotie-

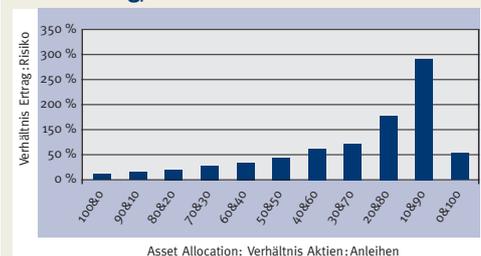
rungskosten anfallen. Das Opting-out wird also nicht mit einer wesentlich erhöhten Unsicherheit erkaufte!

Der guten Ordnung halber muss jedoch angemerkt werden, dass diese „Garantie“ des Mindestertrags nicht mit 100 % gegeben werden kann, sondern „nur“ mit einer Wahrscheinlichkeit von 93 %, seit 2006 von 95 %.

Die Einhaltung des Mindestertrags über einen relativ kurzen Zeitraum kann aber nicht das einzige Ziel einer Pensionskasse sein, denn auf der anderen Seite ist die Erwartungshaltung der zukünftigen Pensionsbezieher zu berücksichtigen. Die zukünftigen Pensionsbezieher erwarten einen Anlageerfolg, der sicht- und spürbar über der Inflationsrate liegt. Eine Anlagestruktur, welche die Wahrscheinlichkeit maximiert, die Mindestverzinsung nicht zu unterschreiten, dient vor allem den Interessen des Arbeitgebers. Die Maximierung der Wahrscheinlichkeit, die Inflationsrate deutlich zu schlagen, liegt dagegen ganz im Interesse der Anspruchsberechtigten.

Diese Zielsetzung bedeutet aber für den Bund bzw. die BPK ein signifikantes Risiko. Der damit angesprochene Zielkonflikt ist jedoch im Rahmen einer klaren, aber flexiblen Ziel-

**Grafik Ertrag/Risiko**



„Die Einhaltung des Mindestertrags über einen kurzen Zeitraum kann nicht das einzige Ziel einer Pensionskasse sein.“

**Risiko, durchschnittl. Ertrag und Relation von Ertrag und Risiko**

Aktien & Anleihen	100&0	90&10	80&20	70&30	60&40	50&50	40&60	30&70	20&80	10&90	0&100
Risiko	61 %	51 %	42 %	33 %	26 %	19 %	14 %	9 %	5 %	2 %	9 %
Ertrag	10,6 %	10,1 %	10,1 %	9,6 %	9,0 %	8,4 %	7,8 %	7,2 %	6,5 %	5,8 %	5,0 %
Ertrag/Risiko	17 %	20 %	24 %	29 %	35 %	44 %	56 %	80 %	130 %	289 %	56 %



## GRUNDLAGEN-SEMINARE

**ZIELGRUPPE** Mitarbeiter aus dem Finanz- und Treasury-Bereich sowie Firmenkundenbetreuer aus Banken

### SEMINAR „Cash- und Finanzmanagement“



Im Seminar werden die Zusammenhänge zwischen gutem Cash-Management, Liquiditätsfreisetzung und einer Steigerung des Unternehmenswertes demonstriert und wird gezeigt, welche Aufgaben und Techniken im nationalen und internationalen Cash-Management zur Anwendung kommen.

- Aufbauorganisation – Aufgaben und Schnittstellen
- Working Capital – die „Knetmasse“ des Cash-Managers
- Disposition – Bedeutung, Ansätze, Erfolgsbewertung, Systeme
- Zahlungsströme – Erfolg durch verbesserte Logistik
- Internationales Cash-Management – Euro-Pooling, Netting

### SEMINAR „Debitorenmanagement“



Professionelles Debitorenmanagement übt einen positiven Einfluss auf die Finanzierungsstruktur aus und fungiert als Werttreiber für den Shareholder Value. Im Seminar werden die Implementierung wirkungsvoller Abläufe und Systeme und einem damit einhergehendem Berichtswesen dargestellt.

- Debitorenzyklus – Organisation und Abläufe
- Limitwesen und Limitkontrolle
- Kreditrisiko – Factoring, Kreditversicherung
- Rating, Scoring, Kennzahlen

### SEMINAR „Liquiditätsmanagement“



Die nachhaltige Sicherung der Zahlungsfähigkeit ist das wesentliche Ziel im Finanzmanagement. Wie der Bogen von der strategischen mehrjährigen Finanzplanung über die monatlich rollierende Liquiditätsplanung bis zur kurzfristigen Disposition zu spannen ist, ist Thema dieses Seminars.

- Liquiditätsrisiko – Liquiditätsmanagement als Teil des Risikomanagements
- Liquiditätsplanung – Aufbau, Finanzstatus, Darstellungsdifferenzen
- Bonitätssicherung – Wechselwirkung zwischen Liquidität und Bonität

Die Termine der einzelnen Seminare entnehmen Sie bitte dem Seminarkalender auf Seite 9 dieser Ausgabe.

Fordern Sie bei Interesse weitere Informationen an:

Schwabe, Ley & Greiner  
Gesellschaft m.b.H.  
Margaretenstraße 70  
A-1050 Wien, Österreich

Tel.: +43-1-585 48 30  
Fax: +43-1-585 48 30-15  
E-Mail: [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at)  
[www.slg.co.at/ausbildung](http://www.slg.co.at/ausbildung)

**Erwarteter Ertrag für die Haltefrist von 12 M.**

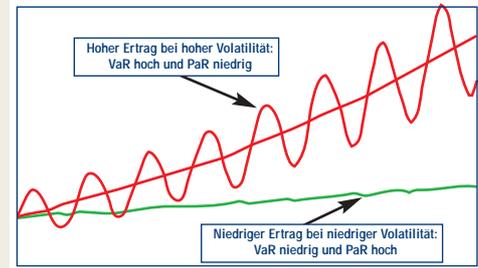
Selbe Anleihe – unterschiedl. Risiko	Trader	Pensionskasse
Rendite p. a.	3,00 %	3,00 %
Total Return Volatilität p. a.	3,00 %	3,00 %
Wurzel aus 250	15,81	15,81
Haltefrist in Handelstagen	10	250
Handelstage p. a.	250	250
VaR für Haltefrist vor Ertrag	0,60 %	3,00 %
Abgegrenzte Zinsen / Ertrag für Haltefrist	0,08 %	3,00 %
VaR nach Ertrag	0,52 %	0,00 %

hierarchie auflösbar. Grundsätzlich gilt, dass Extremlösungen weder dem Bund noch den Anspruchsberechtigten dienen. Das zeigt ein Blick auf sehr langfristige Zeitreihen aus dem US-Markt für den Zeitraum 1926 bis 2000 mit einer rudimentären Asset Allocation zwischen den Alternativen Aktien (S&P 500) und Anleihen (Treasury Bonds).

Für illustrative Zwecke sei das Interesse der Anspruchsberechtigten definiert als ein möglichst hoher durchschnittlicher Ertrag und das Interesse des Bundes („Sponsor“) als eine Minimierung der Summe der Ergebnisse von weniger als 2 % p.a. im Schnitt über rollierende Fünfjahresperioden. Mit diesem Risikobegriff ist nicht nur die Häufigkeit der Zielverfehlung, sondern auch das Ausmaß dieser berücksichtigt. Die Tabelle auf Seite 14 zeigt das Risiko (des „Sponsors“), den durchschnittlichen Ertrag (der Anspruchsberechtigten) und die Relation von Ertrag und Risiko. Die Spaltenköpfe zeigen die Asset Allocation zwischen Aktien und Anleihen. Die Grafik „Ertrag/Risiko“ verdeutlicht dies.

Die Extremlösung 100 % Aktien hätte in Summe für diese 74 Jahre 61 Nachschussprozentage bedeutet. Aber auch das andere Extrem – 100 % Anleihen – hätte diese nicht minimiert. Das Nachschussminimum hätte die Kombination von 10 % Aktien und 90 % Anleihen ergeben. Allerdings wäre auch die Kombination von 30 % Aktien und 70 % Anleihen aus Sicht des Bundes ebenso schlecht gewesen wie 100 % Anleihen – aber bei deutlich besserem Ergebnis für die Pensionsbezieher. Ein „Gleichgewicht der Interessen“ wäre bei 40 % Aktien und 60 % Renten erreicht (gewesen). Dieser illustrative „Blick über die Schulter“ zeigt, dass es nicht um Risikovermeidung oder Ertragsmaximierung geht, sondern vor allem um eine Timing-Frage. Es geht um die Frage, wann das Risiko zu nehmen ist. Und dies ist eine Frage der Risikobudgetierung. Das Risikobudget der BPK bestimmt das Limitwesen bzw. die Asset-Allocation-Grenzen – und diese wiederum sind der Rahmen für die Steuerung der Vermögensstruktur.

**Volatilität und Ertrag**



**Vom Risikomanagement über die Benchmark zur taktischen Asset Allocation**

Grundsätzlich sind zwei vorrangige Arten von Risiko zu beachten – und dabei zwei sekundäre zumindest im Auge zu behalten. Die prioritären Risiken sind die Kursschwankungen einerseits und die Verfehlung des „auskömmlichen“ langfristigen Ertrags andererseits. Ersteres wird durch den Value-at-Risk (VaR) gemessen. Allerdings muss für die langen Haltefristen einer Pensionskasse das einfache VaR-Konzept dahingehend adaptiert werden, dass der erwartete Ertrag (etwa 3 % p.a. aus Anleihen) zusätzlich zur Volatilität – beispielsweise ebenfalls 3 % p.a. – in die Kalkulation einfließt. Während ein Bondtrader beim genannten Jahresertrag und der annualisierten Volatilität für eine Haltefrist von zehn Tagen einen Value-at-Risk von 0,6 % sieht und dabei den Ertrag für zehn Tage mangels Bedeutsamkeit ignorieren kann, bestimmt die Pensionskasse – für die ein Jahr eine kurze Zeitspanne darstellt – für dieselbe Anleihe einen Value-at-Risk von 0 %.

Der erwartete Ertrag von 3 % für die Haltefrist von zwölf Monaten ist relativ zur Volatilität von 3 % keine „quantité négligeable“ (siehe Grafik). Diese Kursschwankungen, das „Total Return“-Risiko, lässt sich mit Geldmarktfonds gegen null reduzieren. Damit steigt jedoch das gleichrangige Risiko, langfristig zu wenig zu verdienen – gemessen durch die „Performance-at-Risk“, welche von der Returnvorgabe bestimmt wird. Eine Verringerung der „Performance-at-Risk“ ist durch Änderungen in der Asset Allocation möglich, beispielsweise durch eine höhere Aktienquote. Dies hat aber wiederum eine steigende Volatilität zur Folge. Performance-at-Risk und Value-at-Risk stehen insbesondere in der Startphase folglich in einem Zielkonflikt zueinander, weil die Risikokapazität erst verdient werden muss. Einerseits ist das Ziel, die Mindestertragsrücklage über den gesamten Zeitraum (fünf Jahre) zu erreichen. Gerade in der Startphase ist aber bei hoher Volatilität der Mindestertrag nicht garantiert (siehe Grafik Volatilität und Ertrag).

„Extremlösungen nutzen weder dem Bund noch den Anspruchsberechtigten.“

Verluste müssen ausgeschlossen werden bzw. das langfristige Minimum, in unserem Szenario 2 % p. a. (siehe Tabelle unten), garantiert werden. Ein pragmatischer Ansatz zur Lösung des Zielkonflikts besteht darin, mit dem Aufbau thesaurierter Erträge aus wenig riskanten Anlagen nach und nach die Risikostruktur zu erhöhen. Es erfolgt eine langfristige Annäherung an die Benchmark. Während zu Beginn im Jahr 2000 der Aktienanteil unwesentlich war, liegt er derzeit bei rund 25 % – aber noch immer deutlich unter dem langfristigen Benchmarkanteil von 50 %, der sich bei einer Beibehaltung des Anlageuniversums ergeben könnte.

Mittels Risikokegels wird eine „Bandbreite“ ermittelt, in der sich die Performance aus der gegebenen Allocation über die nächsten Jahre (Prognose bis Ende 2007) mit 86-prozentiger Wahrscheinlichkeit bewegen wird bzw. dessen unterer Grenzwert mit 93 % Wahrscheinlichkeit nicht unterschritten wird. Der Kegel ergibt sich aus der Projektion des erwarteten Ertrags in einer Bandbreite (Kegel), dessen Grenzwerte nach der „Wurzel-aus-der-Zeit-Methode“ berechnet werden (siehe Grafik).

Hier ist es wichtig, dass dieser Kegel das vorgegebene langfristige Minimum nicht unter-

**Grafik**

Asset-Klasse	Allocation aktuell		Strategische Allocation	
	Gewicht	Ertrags- erwartung	Gewicht	Ertrags- erwartung
Staatsanleihen	35 %	4,00 %	20 %	4,00 %
Unternehmensanleihen	20 %	4,75 %	10 %	4,75 %
Wandelanleihen	10 %	6,38 %	10 %	6,38 %
Aktien	25 %	8,00 %	50 %	8,00 %
Immobilien	10 %	5,00 %	10 %	5,00 %
Ertrags-erwartung netto		4,89 %		6,01 %
Value-at-Risk (vor Ertrag)		7,00 %		13,00 %

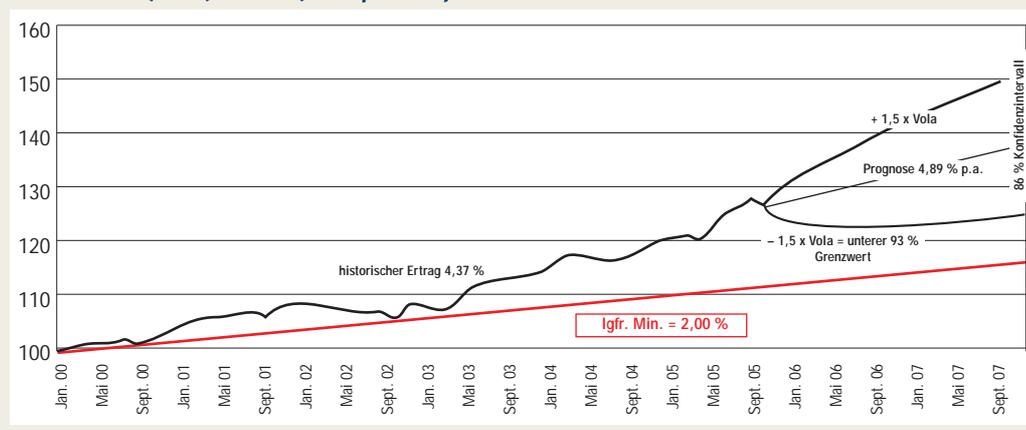
schreitet (siehe Grafik). Das ist bei der aktuellen Allocation „komfortabel“ gegeben. Es besteht auch Luft, den Aktienanteil weiter anzuheben – die strategische Quote von 50 % kommt jedoch mit dem unteren 93-prozentigen Grenzwert unter dem Minimum zu liegen (siehe Grafik).

Aus diesem Grund ist die Allocation derzeit relativ konservativ (65 % in Anleihen).

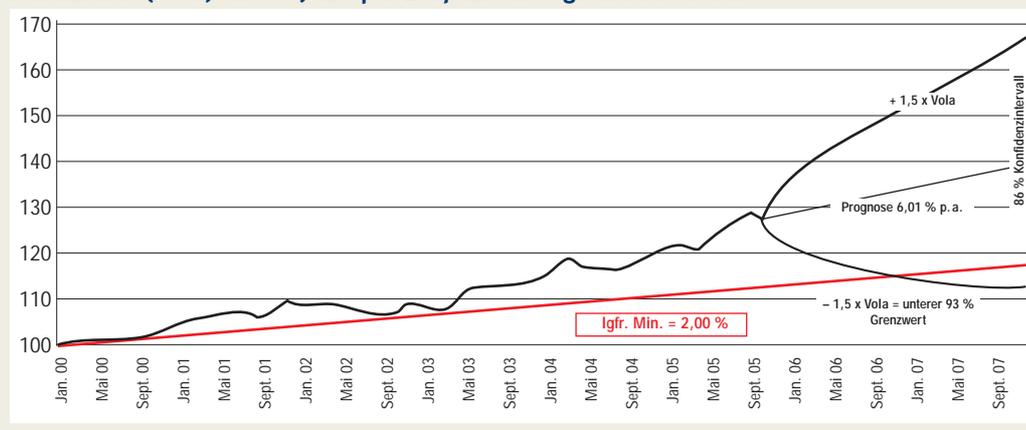
Erst wenn ein weiterer „Polster“ angesammelt ist, kann die langfristig angestrebte Asset Allocation, die mit einem höheren Aktienanteil eher volatil ist, eingegangen werden. ■

**Kontakt:** pkocher@oebfa.co.at

**Performance (86 %) über 8 Jahre per 2007 mit aktueller Allocation**



**Performance (86 %) über 8 Jahre per 2007 mit strategischer Allocation**



„Es geht nicht um Risikovermeidung oder Ertragsmaximierung, sondern um das Timing.“

# CTA: Funktionsweise und Gestaltungsmöglichkeiten

Zahlreiche international bilanzierende Unternehmen haben bereits Contractual Trust Arrangements – kurz: CTAs – implementiert: ein Konzept zum aktiven Management von Pensionsverpflichtungen.



**Dr. Peter Roedern**  
Geschäftsführer Allianz  
Dresdner Pension  
Consult GmbH

**D**ie demografische Zeitbombe tickt – auch in Unternehmen. Die Alterung der Bevölkerung stellt für Unternehmen eine neue Herausforderung dar. Die Zahl der Betriebsrentner steigt, und ihre Lebenserwartung nimmt stetig zu. Sind die eingegangenen Pensionsverpflichtungen noch finanzierbar, und wie können damit verbundene Risiken gesteuert werden? Rating-Agenturen und Investoren hinterfragen immer häufiger Risiken aus Pensionsverpflichtungen. Die Stichworte sind Basel II und internationale Bilanzierungsregeln. Vor diesem Hintergrund taucht vermehrt das CTA als maßgeschneiderter Lösungsansatz auf.

Eine lange Liste von DAX-Unternehmen hat in den letzten Jahren Pensionsrückstellungen in CTAs separiert, und Nicht-DAX-Unternehmen sind diesem Beispiel bereits gefolgt. Als Begründung werden vor allem die Anforderungen der International Accounting Standards an international agierende Unternehmen genannt. Darüber hinaus haben u. a. Rating-Agenturen und Investoren Druck ausgeübt, auch in Verbindung mit Pensionsverpflichtungen Transparenz herzustellen.

## Wie funktioniert ein CTA?

Ein CTA ist eine rechtlich unabhängige Einheit, die meist in der Rechtsform eines eingetragenen Vereins eingerichtet wird. Das Trägerunternehmen überträgt Vermögenswerte, so genannte Plan Assets, auf das CTA. Neben Barvermögen, Wertpapieren, Forderungen und Beteiligungen ist bis zu einem gewissen Umfang auch die Übertragung von Immobilien und ähnlichen Vermögensgegenständen möglich. Damit die Vermögenswerte als Plan Assets anerkannt werden, müssen diese ausschließlich zur Bedienung der Pensionsverpflichtungen zur Verfügung stehen und sind somit dem freien Zugriff des Unternehmens entzogen. Eine Rückübertragung der Vermögensgegenstände kann nur bei Ersatz durch gleichwertige Vermögensgegenstände

oder bei Wegfall der Pensionsverpflichtung durch „Reimbursement“ oder „Settlement“ erfolgen. Das CTA hält und verwaltet das ihm übertragene Vermögen als Treuhänder für das Unternehmen und seine Arbeitnehmer („doppelseitige Treuhand“).

## Ansprüche von Arbeitnehmern und Rentnern bleiben vollständig erhalten

Der Umfang und die Ausgestaltung der Pensionsansprüche bleiben durch die Übertragung unverändert. Deshalb kann ein CTA ohne Zustimmung der Arbeitnehmer eingerichtet werden, auch wenn eine freiwillige Einbindung sehr zu empfehlen ist. Der Anspruch der Arbeitnehmer auf Betriebsrente besteht weiterhin direkt gegenüber dem Arbeitgeber. Die Pensionäre erhalten auch künftig ihre Zahlungen unmittelbar vom Unternehmen. Dieses haftet nach wie vor in vollem Umfang. In der Regel erstattet das CTA dem Unternehmen die getätigten Pensionszahlungen. Nur im Fall einer Insolvenz des Unternehmens erhalten die Arbeitnehmer neben der Absicherung über den Pensions-Sicherungs-Verein aG einen Anspruch direkt gegenüber dem CTA, wodurch sie zusätzlich abgesichert sind.

## Bilanzielle Behandlung

In der internationalen Bilanz ist eine Saldierung der Plan Assets mit den in der Defined Benefit Obligation (IFRS) bzw. Projected Benefit Obligation (US GAAP) ausgewiesenen Pensionsverpflichtungen möglich. Es kommt somit zu einer Bilanzverkürzung, die Bilanz wird international vergleichbar. Darüber hinaus können sich wesentliche Kennzahlen des Unternehmens verbessern.

In der deutschen Handels- und Steuerbilanz bleibt das CTA jedoch ohne Auswirkungen.

## Erfolgt durch ein CTA ein Risikotransfer?

Mit der bloßen Einrichtung eines CTA ist ein Transfer der mit der betrieblichen Altersver-



**Mascha Doetsch**  
Consultant Allianz  
Dresdner Pension  
Consult GmbH

sorgung verbundenen Risiken noch nicht erfolgt. Vielmehr verbleiben Kapitalmarkt-, Langlebigkeits- und Rentenanpassungsrisiko beim Trägerunternehmen. Weitergehende Maßnahmen können allerdings zur Reduktion dieser Risiken beitragen.

Kapitalmarktrisiken können im Rahmen der Strukturierung eines CTAs durch eine auf die bestehenden Pensionsverpflichtungen abgestimmte Asset-Struktur und begleitendes Asset Liability Management vermindert werden. Der nötige Cashflow zur Bedienung der laufenden Leistungen sollte durch eine speziell auf die Langlebigkeit und die Eckpunkte der Versorgung ausgerichtete Anlagestrategie sichergestellt werden.

Risiken aus den Pensionsverpflichtungen wie beispielsweise Todesfall, Berufsunfähigkeit oder Langlebigkeit können zusätzlich gezielt über Versicherungslösungen abgesichert werden. In der Regel empfiehlt es sich, zumindest bei einzelnen hohen Risiken (Vorstände, Geschäftsführer und ggf. einzelne leitende Angestellte), die nicht im Kollektiv ausgeglichen werden können, Versicherungen in das Anlagekonzept des CTA aufzunehmen.

Mit einer realistischen Dotierung – unter Berücksichtigung der in den Pensionsrückstellungen enthaltenen Risiken und begleitet durch ein aktives Risiko- und Liquiditätsmanagement – können die aufgrund von Rentenanpassungen kontinuierlich ansteigenden Rentenauszahlungen aus dem separierten Vermögen bedient werden. Ziel sollte es sein, einen Rückgriff auf den operativen Cashflow des Trägerunternehmens zu vermeiden.

#### **CTA auch für Insolvenzsicherung von Zeitkonten**

Durch ein CTA können darüber hinaus die mit den Änderungen des Altersteilzeitgesetzes zum 1.7.2004 verschärften Voraussetzungen der Insolvenzsicherung für Altersteilzeitverträge erfüllt werden. Auch für die in Zukunft vermehrt zu erwarteten Langzeit- und Zeitwertkonten stellt ein CTA eine insolvenzfesten Absicherung dar.

#### **Welche Strategie ist die richtige?**

Immer mehr Unternehmen entscheiden sich vor dem Hintergrund der steigenden Risiken bei ihren Pensionsverpflichtungen für die Ausfinanzierung in Verbindung mit einem geeigneten Risikomanagement. Bei der Auswahl der Lösungskomponenten muss die individuelle Unternehmenssituation berücksichtigt werden. Abhängig von der jeweiligen Unternehmensstrategie können Maßnahmen mit

unterschiedlichem Liquiditätsbindungs- und Risikoentlastungsprofil zur individuellen Absicherung beitragen. Neben einem CTA kommen u.a. die Übertragung auf einen Pensionsfonds oder eine Unterstützungskasse, eine an die Arbeitnehmer verpfändete Rückdeckungsversicherung (Qualifying Insurance Policy) oder die Innenfinanzierung in Betracht. Die unternehmensindividuelle optimale Lösung besteht sehr oft in einer geeigneten Verzahnung verschiedener Lösungskomponenten.

#### **Professionelle Begleitung der Implementierung**

Die risikoadäquate Bewertung von Pensionsrückstellungen und die Suche nach einem geeigneten unternehmensindividuellen Absicherungskonzept sollte Bestandteil des Liquiditäts- und Risikomanagements jedes Unternehmens werden.

Die Einrichtung eines CTA erfordert neben der Einbindung von Steuer-, Finanz- und Rechtsberatern des Unternehmens auch die Expertise von externen Fachleuten wie Beratern auf dem Gebiet der betrieblichen Altersversorgung und Experten aus dem Asset Management. Vor allem bei der Auswahl der geeigneten Assets, der Ausarbeitung der entsprechenden Anlagerichtlinien und der Vertragsunterlagen empfiehlt es sich, nicht auf den Rat der Fachleute zu verzichten. Letztlich sollte auch der zuständige Wirtschaftsprüfer rechtzeitig in die Implementierung miteingebunden werden. ■



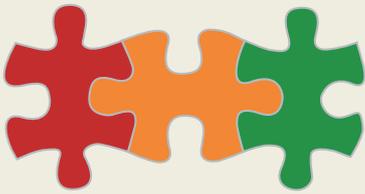
„Das Ziel ist, einen Rückgriff auf den operativen Cashflow des Trägerunternehmens zu vermeiden.“

#### **Allianz Dresdner Pension Consult GmbH**

Gegründet im Herbst 2001, 100-prozentige Tochtergesellschaft der Allianz AG  
Internet: [www.adpc.allianz.de](http://www.adpc.allianz.de)

#### **Ansprechpartner**

Dr. Peter Roedern, Mascha Doetsch  
E-Mail: [ADPC.info@allianz.de](mailto:ADPC.info@allianz.de)



## Neues vom Lehrgang „Grundlagen Treasury-Management“

Wie immer informieren wir alle Teilnehmer und Referenten über News aus dem GTM-Bereich.

### Prüfung Herbst 2005 – Wien und Frankfurt

Im November bzw. Dezember 2005 fand die Prüfung zum GTM in Wien und Frankfurt statt. Teilgenommen haben 14 Personen. Wir freuen uns sehr, dass sämtliche Kandidaten die dreistündige schriftliche Prüfung bestanden haben, und gratulieren den nachfolgenden Personen zum Prüfungserfolg:

Herr Torsten Bohn	Referent Liquiditätsmanagement, Wacker Chemie AG
Frau Jale Fernandez Röttger	Abteilung Finanzen, IVG Immobilien AG
Herr Heiko Geisler	Finanzwesen, BS Energy Braunschweiger Versorgungs AG
Frau Marlis Gloor	Corporate Treasury, Unaxis Management AG
Herr Andreas Heigl	Berater, Schwabe, Ley & Greiner GesmbH
Frau Natalja Maslowa	Corporate Treasury, Berlin-Chemie AG
Frau Angelika Neumann	Sachbearbeiterin Finanzen, ESWE Versorgungs AG
Herr Christian Pies	Referent Treasury, Moeller Holding GesmbH
Herr Matthias Potyka	Referent Konzernreporting, Deutsche Telekom AG
Herr Mag. Alexander Presch	Treasury, Bundesimmobiliengesellschaft m.b.H.
Herr Michael Salim	Treasury, Wieland AG
Frau Cathleen Schulze	Referentin Treasury, Connex Verkehr GmbH
Herr Matthias Veit	Berater, Schwabe, Ley & Greiner GesmbH
Herr Achim Wilhelm	Treasurer, Celesio AG



### Erstes Modul in Wien

Das erste Modul des Lehrgangs wurde im November in Wien abgehalten. Mehr als 20 Teilnehmer aus Österreich, Deutschland und der Schweiz nahmen an der Veranstaltung teil. Das Interesse sowohl an den Vorträgen als auch an den Rahmenveranstaltungen war ausgesprochen hoch, die Stimmung unter den Teilnehmern war ausgezeichnet. Das zweite Modul wird im März stattfinden – einige wenige Plätze sind noch zu haben!

### Termine in Wien:

27. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management:	Modul 2: 20. bis 31. März 2006
28. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management:	Modul 1: 19. bis 30. Juni 2006
	Modul 2: 9. bis 20. Okt. 2006
29. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management:	Modul 1: 20. Nov. bis 1. Dez. 2006
Prüfung:	9. Juni 2006
	17. November 2006

### Termine in Deutschland:

19. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management:	Modul 1: 8. bis 19. Mai 2006
	Modul 2: 18. bis 29. Sept. 2006
Prüfung:	3. November 2006

Mehr als 60  
Anwender!



SCHWABE, LEY & GREINER

## WEB-BASIERTES FINANZBERICHTSWESEN

Bereits mehr als 60 international tätige Konzerne (aus Österreich, Deutschland, der Schweiz, Großbritannien und den USA) aus mehr als 30 verschiedenen Branchen und deren weltweit mehr als 7.000 Mitarbeiter nutzen das von Schwabe, Ley & Greiner entwickelte Finanzberichtswesen.

### Module

- Finanzstatus
- Liquiditätsplanung (währungsdifferenziert, rollierend)
- Avalverwaltung und -planung
- Working Capital Management
- Intercompany-Abstimmung für konzerninterne Transaktionen und Zahlungsströme
- FX-Transaktionen

### Leistungsmerkmale

- Konzerngesellschaften benötigen lokal keine Software, die Anwendung ist ausschließlich „Browser“-basiert
- Die einfache Handhabung der Anwendung reduziert den Schulungsaufwand auf ein Minimum
- Dezentrale „Real Time“-Nutzung von in die Anwendung eingebetteten Berichten
- Die Anwendung lässt sich durch Schnittstellen zu ERP-, Treasury- und Electronic-Banking-Systemen problemlos in die unterschiedlichsten Systemumgebungen integrieren
- „State-of-the Art“-Technologie, Erfüllung aktueller Sicherheitsstandards

Fordern Sie bei Interesse weitere Informationen an:

Schwabe, Ley & Greiner  
Gesellschaft m.b.H.  
Margaretenstraße 70  
A-1050 Wien, Österreich

Tel.: +43-1-585 48 30  
Fax: +43-1-585 48 30-15  
E-Mail: [webguide.treasurysysteme@slg.co.at](mailto:webguide.treasurysysteme@slg.co.at)  
[www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)

# Sind Abfertigungen ein Treasury-Thema?

Verpflichtungen aus der „Abfertigung alt“ stellen eine langfristige Finanzverbindlichkeit dar und sind deshalb ein wichtiges Treasury-Thema.



**Gerhard K. Humpeler**  
ist Finanzchef bei der  
Julius Blum GmbH

**Blum Gruppe**  
Umsatz: 820,8 Mio. Euro  
Mitarbeiter: 4.400

**D**ie Julius Blum GmbH mit Sitz in Höchst, Vorarlberg, produziert Scharnier-, Auszugs- und Klappensysteme. Die Blum Gruppe beschäftigt weltweit 4.400 Mitarbeiter, davon 3.500 in Österreich. 96 % des Umsatzes von zuletzt 820,8 Mio. Euro werden im Ausland erwirtschaftet.

Das österreichische Angestelltengesetz kennt das Instrument der „Abfertigung“. Das sind Abfindungszahlungen an Mitarbeiter im Falle einer Dienstgeberkündigung oder aber bei Erreichen des Pensionsalters. Die Höhe der Zahlungen richtet sich nach der Betriebszugehörigkeit und dem Monatsgehalt des jeweiligen Mitarbeiters bei dessen Austritt:

nach 3 Dienstjahren	2 Monatsentgelte
nach 5 Dienstjahren	3 Monatsentgelte
nach 10 Dienstjahren	4 Monatsentgelte
nach 15 Dienstjahren	6 Monatsentgelte
nach 20 Dienstjahren	9 Monatsentgelte
nach 25 Dienstjahren	12 Monatsentgelte

(plus jeweils aliquote Sonderzahlungen)

Diese „Abfertigungen“ sind also leistungsorientierte Zusagen an Arbeitnehmer, die durch Pensionierung oder Arbeitgeberkündigung ausgelöst werden.

Ein Mitarbeiter, der mit 20 Jahren und einem Monatsgehalt von 1.000 Euro eintrat, bis zur Pensionierung mit 65 im Unternehmen blieb und eine jährliche Gehaltserhöhung von 3 % bekam, scheidet gemäß „Abfertigung alt“ mit einem Letztgehalt von rund 3.800 Euro und einer Abfertigungszahlung von rund 53.600 Euro aus.

## Das Abfertigungssystem seit 2003

Die österreichische Gesetzeslage hat sich jedoch zum 1. 1. 2003 entscheidend geändert. Für Arbeitsverhältnisse, die nach diesem Stichtag beginnen, sind Arbeitgeber verpflichtet, monatlich 1,53 % des Gehalts an so genannte Mitarbeitervorsorgekassen abzuführen. Das sind rechtlich selbstständige Institutionen, die

berechtigt sind, Abfertigungsbeträge hereinzunehmen, zu verwalten und zu veranlagen. Der gesetzlich vorgesehene Abfertigungsanspruch besteht also nunmehr gegenüber der MV-Kasse.

An die Stelle des bisherigen leistungsorientierten ist somit ein beitragsorientiertes System getreten. Arbeitsverhältnisse, die vor dem 1. 1. 2003 begonnen haben, fallen weiterhin unter das bisherige System der „Abfertigung alt“. Für diese Abfertigungspflichten kann eine (wie bisher steuerlich wirksame) Rückstellung im Ausmaß von maximal 45 % (für ältere Dienstnehmer 60 %) der fiktiven Abfertigungsansprüche gebildet werden. Das gesetzliche Erfordernis zur Deckung dieser Rückstellung mit Wertpapieren im Wert von mindestens 50 % des Rückstellungsbetrags entfällt ab 2008.

Möglicherweise schon wegen der Bezeichnung „Abfertigung alt“ und motiviert durch den schrittweisen Abbau der Wertpapierdeckung, ist das Thema vielfach vom Treasury-Radarschirm verschwunden. Die Analysen der Blum GmbH zeigen jedoch, dass es sich um ein Thema mit erheblicher Dynamik handeln kann!

## Keine Arbeitsverhältnisse auf das neue System umgestellt

Die Julius Blum GmbH hat keine Arbeitsverhältnisse, die vor dem 1. 1. 2003 begonnen haben, auf das neue System umgestellt. Von den heute knapp mehr als 3.500 Mitarbeitern fallen etwas weniger als 3.000 unter die „Abfertigung alt“. Kündigen diese Mitarbeiter nicht von sich aus, entstehen erhebliche zukünftige Zahlungsverbindlichkeiten – dies umso mehr, als sich die Firma großer Mitarbeiterloyalität erfreut. Die Mitarbeiterfluktuation in der Julius Blum GmbH (ohne Pensionierungen) sinkt mit zunehmender Betriebszugehörigkeit bis auf 2 %.

Die Gesetzesänderung einerseits und die zeitgleich publizierten Berichte über die Finanzierungslücken US-amerikanischer, aber auch

„An die Stelle des bisher leistungsorientierten trat ein beitragsorientiertes System.“

## Ihr starker Partner für Software im Bereich Projekt- und Finanzmanagement.

Technosis Finanzmanagementsysteme werden seit 13 Jahren bei über 100 Kunden von mehr als 4.000 Firmen täglich genutzt. Durch unsere Softwarelösungen helfen wir unseren Kunden, Einsparpotentiale zu erkennen und Prozesse im gesamten Finanzbereich zu optimieren.



- > Treasury & Risk Management
- > Asset Management
- > Cash Management
- > Finanzplanung
- > eBooking
- > Technische Analyse

**TECHNOSIS**  
finance software

Wir beraten Sie gerne.  
Rufen Sie uns an unter:

Tel: +49 (0)40 33 44 1990  
Fax: +49 (0)40 33 44 1999

Oder besuchen Sie unsere  
Website unter:  
[www.technosis.de](http://www.technosis.de)

Technosis GmbH  
Gänsemarkt 21-23  
20354 Hamburg, Germany



## Seminar Grundlagen

Wer lernt, wächst.

Termine:

14. März 2006, Raum Frankfurt

4. April 2006, Wien

8. November 2006, Raum Frankfurt

14. November 2006, Wien



SCHWABE, LEY & GREINER

## Finanzierung

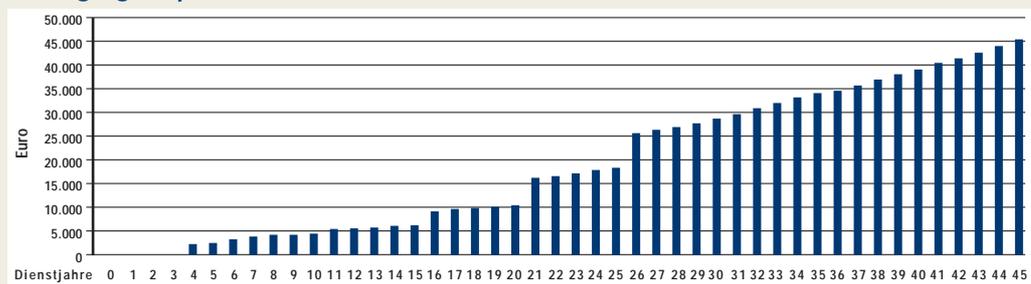
**Inhalt:** In diesem Seminar werden die gängigen Finanzierungsformen erläutert und ihre Bedeutung für das Liquiditätsmanagement sowie ihre Dokumentation anhand anschaulicher Beispiele besprochen.

- Themen:**
- Wie finanziere ich das Unternehmen richtig?
  - Welche wesentlichen Finanzierungsinstrumente gibt es, und worin unterscheiden sich diese?
  - Was ist bei deren Strukturierung und Verhandlung zu beachten?
  - Nach welchen Kriterien wähle ich das optimale Instrument aus?
  - Unter welchen Voraussetzungen passen On- oder Off-Balance-Finanzierungen?

Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H. · Margaretenstraße 70 · A-1050 Wien  
Tel.: +43-1-585 48 30 · Fax: +43-1-585 48 30-15  
E-Mail: [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at) · Internet: [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)

„Die entscheidende Frage ist die nach der Finanzierung und Finanzierbarkeit der Mittelabflüsse.“

### Abfertigungsanspruch



deutscher Unternehmen mit leistungsorientierten Pensionsplänen hat dazu beigetragen, das Problembewusstsein bezüglich der zukünftigen Abfertigungsverpflichtungen zu schärfen. Die daraus entstehenden langfristigen Auszahlungsströme wurden einer Neubewertung (mit der „Projected Unit Credit Method“, die bei Abschlüssen nach IFRS vorgeschrieben ist) unterzogen. Für den entsprechenden Mitarbeiterstand wurde bei Blum aufgrund der Fluktuationswahrscheinlichkeit, der zu erwartenden Kündigungen<sup>1)</sup>, Lohn- und Gehaltssteigerungen und der Todesfälle<sup>2)</sup> ein Bild der zu erwartenden Abfertigungszahlungen für die nächsten 45 Jahre gezeichnet. Dann wird der letzte Mitarbeiter aus dem System „Abfertigung alt“ pensioniert. Große Unbekannte sind zukünftige Gehaltssteigerungen und Vermögenseffekte aus Selbstkündigungen. Dies zeigt die Wichtigkeit eines Aktuariats und die Darstellung verschiedener Modelle bzw. Szenarien (Worst, Best, Probable).

### Finanzierung der Mittelabflüsse

Die entscheidende Frage ist die nach der Finanzierung bzw. Finanzierbarkeit dieser Mittelabflüsse – in Summe immerhin 255 Mio. Euro für den Zeitraum bis 2050. Die jährlichen Zahlungen dürften von heute rund 1 Mio. Euro p.a. auf einen Spitzenwert von rund 12 Mio. Euro in 37 Jahren (2042) anwachsen (siehe Grafik). In der Spitze belaufen sich die jährlichen Abfertigungszahlungen auf bis zu 10 % der heutigen Jahresinvestitionssummen der Julius Blum GmbH.

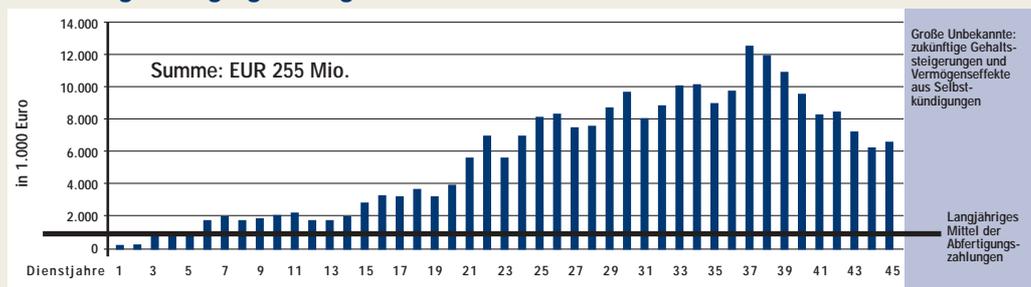
Die Entwicklung zeigt, dass dieses Thema vor allem ein kritisches Treasury-Thema ist. Die „Abfertigung alt“ stellt eine endfällige Finanzverbindlichkeit dar – wenn auch mit potenzieller, zwingender Vorfälligkeitsleistung, die mit Dienstgeberkündigung oder Ableben des Begünstigten eintritt. Die langfristigen Liquiditätsimplikationen sind in der strategischen Cashflow-Planung zu berücksichtigen.

Im Hinblick auf die Dimension der zukünftigen Zahlungen hat Blum die Grundsatzentscheidung getroffen, innerhalb der kommenden 15 bis 20 Jahre den jeweiligen Barwert der Verbindlichkeit „vor Fälligkeit“ zur Gänze durch Wertpapiere zu decken. Dabei ist zu beachten, dass die heute noch bestehende gesetzliche Verpflichtung zur partiellen Wertpapierdeckung entfällt. Die Entscheidung lässt sich als eine „interne Auslagerung“ der Verbindlichkeit verstehen, die nicht durch Kreditaufnahme finanziert werden muss, sondern durch Umwidmung vorhandener und zukünftiger Liquidität. Bei einem angenommenen Rechnungszins von 4 % ist in 25 bis 30 Jahren ein Endvermögen an Wertpapieren zur Deckung der zukünftigen Abfertigungszahlungen von 109 Mio. Euro notwendig. Derzeit hält die Julius Blum GmbH ein Wertpapiervermögen von rund 22 Mio. Euro für diese Ansprüche. 2001 wurde die Orientierung am gesetzlichen Mindestanfordernis für die Wertpapierdeckung aufgegeben, die Julius Blum GmbH deckt schon heute handelsrechtlich 100 % der Abfertigungsrückstellungen.

1) Bei Dienstnehmerkündigung entfällt die Abfertigung

2) Im Todesfall wird der halbe Anspruch fällig.

### Entwicklung Abfertigungszahlungen



Der Weg der Zweckwidmung von heutigen Wertpapieren und zukünftigen Cashflows hat den Vorzug, dass damit der Anlagehorizont transparent und kommunizierbar wird und eine der Langfristigkeit angemessene Asset Allocation klarer begründet werden kann. Für den langen Horizont hat Blum eine realisierbare Bruttozielrendite von knapp 5,3 % definiert. Nach Berücksichtigung von Verwaltungskosten und (erhöhter) Körperschaftssteuer sowie der Volatilität der zulässigen bzw. notwendigen Asset-Klassen geht das Konzept von einer langfristigen Nettoertragsrendite von 4,9 % aus. Das liegt deutlich über den Opportunitätskosten aus der ansonsten im Blum-Portefeuille dominierenden Geldmarktanlage und sollte angesichts der Unternehmensbonität auch deutlich über möglichen Finanzierungskosten liegen.

Die gewählte Vorgangsweise ist internen Analysen zufolge deutlich günstiger als die Alternativen in Form von Versicherungslösungen, liefert langfristig einen positiven Beitrag zum Unternehmensergebnis und erreicht eine liquiditätsschonende Refinanzierung der Verbindlichkeit. Die mit der Wertpapierdeckung verbundenen Kursrisiken – aktuell ist ein Risikobudget vorgesehen, das

einer Aktienquote von 50 % entspricht – steuert Blum durch Festlegung eines Value-at-Risk-Limits. Dieses ist so fixiert, dass mit 95 % Wahrscheinlichkeit kein Verlust von mehr als 10 % auf das Wertpapiervermögen eintreten sollte. Mit steigendem Wertpapierbestand, Änderungen in der Risikokapazität des Unternehmens und abnehmendem Anlagehorizont werden das Risikolimit und die Asset Allocation entsprechend angepasst.

#### Zusammenfassung

Verpflichtungen aus der „Abfertigung alt“ stellen eine langfristige Finanzverbindlichkeit dar. Es besteht bei vielen Unternehmen eine erhebliche Finanzierungslücke, die mit Fälligkeit der Zahlungen durch Kreditaufnahmen zu decken sein wird. Die Berechnung der Verpflichtungen auf der Grundlage der nach IFRS geforderten „Projected Unit Credit Method“ (Ansammlungsbarwertverfahren) hat das Problembewusstsein gesteigert. Dieses Problembewusstsein stellt einen Schritt in die richtige Richtung dar, nämlich diese Verbindlichkeiten im Unternehmen betriebsgerecht zu „besichern“ und optimale Ausgestaltungen der „Vorsorge“ zu finden. ■

**Kontakt:** gerhard.humpeler@blum.com

„Die Zweckwidmung von Wertpapieren und zukünftigen Cashflows hat zahlreiche Vorzüge.“

## Komplexe Finanzierungsstrukturen?

## Von ITS aus gern!



Mit dem **Modul Kontraktmanagement** unseres integrierten Treasury Systems ITS lassen sich die unterschiedlichsten Formen der Finanzierung einfach und komfortabel verwalten.

- ◆ Kredite: Raten-, Annuitäten-, endfällige Darlehen
- ◆ Haftungen: Avale, Bürgschaften, Garantien
- ◆ Freie Definition und Simulation von Tilgungsplänen
- ◆ Berechnung von Barwerten und Kennzahlen
- ◆ Einfache Erstellung von Zinsabgrenzungen
- ◆ **NEU:** Flexible Kontraktmodellierung zur Gestaltung individueller Finanzierungsformen

  
**finance**  
 www.ecofinance.com

ecofinance Finanzsoftware & Consulting GmbH  
 0043/(0)316/90 80 30, sales@ecofinance.com

Graz / Wien / Essen / London

Besuchen Sie uns  
 Mannheim:  
 26.-28. April  
 2006  
 auf dem Symposium

# Wer lernt, wächst

Anwendungsbezug und Praxisrelevanz überzeugen: Neun von zehn Teilnehmern wollen die Seminare von Schwabe, Ley & Greiner weiterempfehlen.



**Matthias Veit**  
ist Berater bei Schwabe,  
Ley & Greiner

**S**eit vielen Jahren bietet Schwabe, Ley & Greiner das einzige integrierte Ausbildungsangebot für den Treasury-Bereich im deutschsprachigen Raum. Mehr als ein Dutzend Grundlagen-, Aufbau- und Vertiefungsseminare sowie Lehrgänge bieten Treasurern, Finanzverantwortlichen und ihren Mitarbeitern umfassende Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten.

Die kontinuierliche Auswertung der Teilnehmerfragebögen liefert uns wertvolle Hinweise: Vier von fünf Teilnehmern geben an, dass das Seminar ihre Erwartungen erfüllt hat, und mehr als 97 % der Teilnehmer versichern, dass sie das Gelernte praktisch einsetzen können.

## SLG-Highflyer – wie funktioniert's?

Unternehmen, die im Jahr 2006 Teilnahmegebühren für Seminare, Roundtables und Lehrgänge im Wert von mehr als 6.500 Euro (exkl. MwSt.) bezahlen, werden automatisch SLG-Highflyer. Diese Unternehmen erhalten Ende 2006 einen Gutschein im Wert von 10 %

der im Jahr 2006 bezahlten Teilnahmegebühren. Der Gutschein kann für alle ein- bis dreitägigen Seminare im Jahr 2007 eingelöst werden. Für Lehrgänge kann der Gutschein nicht eingelöst werden. Der SLG-Highflyer-Gutschein gilt bis 31. Dezember 2007.

## Neue Seminare

Neu im Programm haben wir ab 2006 folgende Seminare: Im Seminar „Finanzierung“ werden die gängigen Finanzierungsformen erläutert. Kreditformen, Dokumentation, Covenants, Kapitalmarktprodukte sowie ein Exkurs zu Effektivzinssatzberechnung, Vorfälligkeitsentschädigung und Risikomarge sind die Seminarinhalte. Finanzierung und Liquiditätssicherung stehen in einem engen Bezug. Deshalb bieten wir das Seminar „Liquiditätsmanagement“ ab 2006 in Kombination mit dem neuen Seminar „Finanzierung“ an aufeinander folgenden Tagen an. ■

**Kontakt:** [mv@slg.co.at](mailto:mv@slg.co.at)



Seminar  
Vertiefung

Wer lernt, wächst.



SCHWABE, LEY & GREINER

## Treasury in Zentraleuropa

**Inhalt:** Die Steuerung des Treasury-Managements von Unternehmen, die in Zentral- und Osteuropa tätig sind, sollte sich ungeachtet länderspezifischer Eigenheiten an etablierten Standards und Praktiken orientieren. In praxisorientierten Fallbeispielen werden typische Problemstellungen durch die Teilnehmer gelöst.

- Themen:**
- Welche Produkte und Dienstleistungen der vor Ort tätigen Banken gibt es?
  - Welche Zahlungsverkehrsinstrumente sind üblicherweise im Einsatz?
  - Welche Clearingsysteme gibt es in den Ländern?
  - Welche Finanzinstrumente bieten sich bei Finanzierungen und Anlagen je Währung an?
  - Wie liquide sind diese Märkte?
  - Welche gesetzlichen Rahmenbedingungen sind relevant?

Termine:  
30. März 2006, Raum Frankfurt  
21. April 2006, Wien  
28. September 2006, Wien  
12. Oktober 2006, Raum Frankfurt

## In eigener Sache

Unsere Weihnachtsspende 2005 in Höhe von 5.000 Euro ging an die Organisation „Concordia“ des Jesuitenpaters Georg Sporschill für die Betreuung von Straßen- und Waisenkindern. Ausgehend von Rumänien, erfolgt diese zukünftig auch in Moldawien. Wer auch dazu beitragen will, ist herzlich eingeladen: [www.concordia.co.at](http://www.concordia.co.at)

## Tipps, Trends, News



### Aufgelesen

An dieser Stelle weisen wir auf themenspezifische Websites hin; weitere Links finden interessierte Leserinnen und Leser auf unserer Homepage in der Rubrik „Trends, Links“. Zur Nutzung dieses Angebots ist eine kostenlose Registrierung auf unserer Website [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at) erforderlich.

### Corporate Governance zahlt sich aus

Unternehmen mit einer gut funktionierenden Corporate Governance sind weniger risikobehaftet, erreichen eine höhere Profitabilität und werden an der Börse höher bewertet. So das Fazit einer Studie von Institutional Shareholder Services, einem auf Fragen der Corporate Governance und Wahrnehmung von Aktionärsrechten spezialisierten Beratungsunternehmen. Weitere Details unter [www.issproxy.com](http://www.issproxy.com)

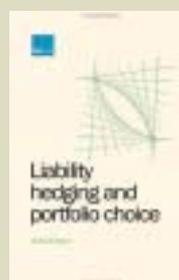
Das Thema Corporate Governance wird immer wichtiger, nicht zuletzt als Bestandteil von Rating-Prozessen.

Auch das Research-Institut Governance Metrics International ([www.gmiratings.com](http://www.gmiratings.com)) rückt die Corporate Governance ins Zentrum ihrer Analysen.

**Buchtip:** Bernd Scherer, Liability hedging and portfolio choice.

Der vorliegende Band analysiert die Zusammenhänge zwischen der Kalkulation und Bilanzierung von Verbindlichkeiten, dem Einsatz von Derivativen und der Unternehmensfinanzierung vor dem Hintergrund der durch die Finanzierung von Pensionsverbindlichkeiten aufgeworfenen Probleme. Adressiert werden u. a. die Bewertung von Pensionsverbindlichkeiten, Risikomanagement von Verbindlichkeiten und Portfoliotheorie. Der Autor Dr. Bernd Scherer ist Head of Investment Solutions, Deutsche Asset Management.

Preis: 128 Euro, ISBN: 1 904339 66 2.



Auf diesen Seiten präsentiert Schwabe, Ley & Greiner Tipps, Trends und News rund um das Thema Treasury und freut sich besonders, wenn diese Nachrichten von TreasuryLog-Lesern kommen (per Telefon, Brief, Fax oder E-Mail an [slg@slg.co.at](mailto:slg@slg.co.at)).

## Impressum

**Offenlegung nach § 25 Mediengesetz: Herausgeber + Medieninhaber:** Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H., Beratung, Margaretenstrasse 70, 1050 Wien, Österreich, Tel.: +43-1-585 48 30, Fax: +43-1-585 48 30-15, E-Mail: [slg@slg.co.at](mailto:slg@slg.co.at), URL: [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at) **Geschäftsführer:** Jochen Schwabe, Christof Ley, Utz Greiner, Martin Winkler **Grundlegende Richtung:** Unabhängige und objektive Information für Finanzverantwortliche, Treasurer und Banker im deutschsprachigen Raum **Autoren und Mitarbeiter in dieser Ausgabe:** Jochen Schwabe, Christof Ley, Utz Greiner, Sabine Schramm, Erhard Wehlen, Jens ter Bahne, Paul A. Kocher, Dr. Peter Roedern, Mascha Doetsch, Gerhard K. Humpeler, Matthias Veit, Erhard Krasny, Ursula Berenda **Anzeigenverwaltung, Chefredaktion:** PG The Corporate Publishing Group GmbH (CPG), Strozzigasse 10, 1080 Wien, Österreich, Tel.: +43-1-4054640-0, Fax: +43-1-4054640-700, E-Mail: [cpg@cpg.at](mailto:cpg@cpg.at) **Artdirektion, Layout:** CPG (Gerald Fröhlich) **Coverentwicklung:** SLG/CPG **Druck:** Ueberreuter Print & Digimedia GmbH, auf chlorfrei gebleichtem Papier **Auflage:** 18.000 Stück. Namentlich gekennzeichnete Beiträge müssen nicht der Meinung der Redaktion entsprechen.

**| springen sie in neue welten! |**  
**| effizientes internetbasiertes finanz-**  
**management | INTELLIGENT, SCHNELL UND EINFACH CLEVER:**  
**MIT COMPANYWORLD ERHALTEN UNTERNEHMEN LEISTUNGSSTARKE**  
**TOOLS FÜR EIN GESCHICKTES FINANZMANAGEMENT. PERFEKT AUFEIN-**  
**ANDER ABGESTIMMT. INDIVIDUELL KONFIGURIERBAR.**  
**| ideen nach vorn |**

COMMERZBANK 

**| intelligent transaktionen**  
**kontrollieren |**

**| schnell**  
**zahlungen regeln |**

**| geschickt devisen**  
**handeln |**

**| sicher akkreditiv-**  
**geschäfte erledigen |**

**| clever massenzahlungen**  
**abwickeln |**

**| kraftvoll wissensvorsprung**  
**rausholen |**

