



UNTERNEHMENSANALYSE 2/2015

# Die Pensionskassen-Zeitbombe

Der verschwundene Zins macht die Risiken  
vieler Pensionsvereinbarungen erst richtig sichtbar

*Kai Lehmann*

## Erkenntnisgewinn

- Die Halbierung des für die Bewertung von Pensionsverpflichtungen relevanten Kapitalmarktzinses führt zu einer massiven Ausweitung der Pensionsschulden vieler DAX- und MDAX-Unternehmen.
- Bereits in den vergangenen beiden Geschäftsjahren wurden zur Bewertung der Pensionsverpflichtungen vergleichsweise hohe Diskontierungszinsen verwendet, um Anwartschaftsbarwerte zu drücken. Diese sind nun nicht mehr haltbar und müssen reduziert werden.
- Dadurch steigende Deckungslücken führen bei einigen DAX-Unternehmen zu deutlich sinkenden Eigenkapitalquoten. Im Durchschnitt sinkt die Eigenkapitalquote um 8,8%, vereinzelt gar um mehr als 20%.
- Das derzeitige Niedrigzinsumfeld führt zu einem Anlagenotstand, insbesondere bei stark in Anleihen investierten Pensionsplänen. Sinkende Erträge von Festzinsanlagen könnten die Deckungslücken künftig noch vergrößern.

## 1. Motivation und Zusammenfassung

Die Pensionsvereinbarungen von kapitalmarktorientierten Unternehmen enthalten enorme Risiken. Diese Risiken sind dem aufmerksamen Geschäftsberichtsleser spätestens zum Ende des Geschäftsjahres 2013 vor Augen geführt worden. Denn seitdem müssen kapitalmarktorientierte Unternehmen verpflichtend über Sensitivitäten bei der Bewertung ihrer Pensionsverpflichtungen berichten. Die gestiegene Transparenz verdeutlicht, wie sensitiv die Höhe der ausgewiesenen Pensionsvereinbarungen auf die getroffenen Bewertungsannahmen reagiert. Dies gilt insbesondere für den Rechnungszins, mit dem die zukünftigen Auszahlungen an die Arbeitnehmer nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses diskontiert werden. So ist aus dem Geschäftsbericht des Jahres 2013 der Deutschen Lufthansa zu entnehmen, dass eine Variation des entsprechenden Diskontierungszinses von 50 Basispunkten (bp) eine Veränderung der Verpflichtung von ca. 8% bis 10% bedeuten würde. Hält man die übrigen Parameter zur Berechnung des Pensionsdefizits konstant, so zeigt diese Angabe, dass ein Rückgang des Zinses um einen halben Prozentpunkt den Wert des bilanziellen Eigenkapitals im Falle der Deutschen Lufthansa um 1,4 Mrd. EUR bzw. um nahezu 25% verringern würde. Erschien

die Annahme eines Rückgangs des Diskontierungszinssatzes um 50bp innerhalb eines Jahres in der Vergangenheit als realistisches Szenario und eine Veränderung um 100bp eher als „Worst-Case“, so lässt die Kapitalmarktentwicklung der jüngeren Vergangenheit letzteren Wert eher als Mindestvorgabe für eine Anpassung im abgelaufenen Geschäftsjahr erscheinen. Selbst Unternehmen wie Siemens, ThyssenKrupp oder Infineon, deren Geschäftsjahr bereits zum 30. September 2014 endete und bei denen sich die jüngste Zuspitzung am Anleihenmarkt nicht im Rechnungszins zeigt, mussten den Abzinsungsfaktor stark reduzieren. So senkte Infineon den Diskontierungszins für inländische Verpflichtungen zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres von 3,7% auf 2,4%. Aufgrund dieser Anpassung stiegen die rechnerischen Verpflichtungen um mehr als 25%.

Schon seit einigen Jahren wird dem hier diskutierten Thema erhöhte Aufmerksamkeit zuteil. Das derzeitige Kapitalmarktumfeld ist für viele Pensionspläne jedoch in zweierlei Hinsicht problematisch. Nicht nur führt die Reduktion der Kapitalmarktzinsen zu einem deutlichen Anstieg der bestehenden diskontierten Pensionsansprüche. Auch wird es für die Pensionspläne immer schwieriger, auskömmliche Erträge auf das angesammelte Planvermögen zu verdienen. Den Unternehmen droht eine Ausweitung der Deckungslücken, sofern nicht zusätzliches Vermögen zur Bedienung bestehender und künftiger Pensionslasten bereitgestellt wird.

Diese Studie untersucht, welche Bedeutung leistungsorientierte Pensionszusagen für deutsche Unternehmen aktuell haben, wie sich ihre bilanzielle Relevanz in den vergangenen Jahren stetig erhöht hat, welche Annahmen bei der Bewertung im Untersuchungszeitraum verwendet wurden und welche Risiken vor dem Hintergrund der aktuellen Zinsentwicklung in der nahen Zukunft drohen.

## 2. Datenbasis

Die Ausgangsbasis für die vorliegende Untersuchung bilden alle Unternehmen, die zum 31. Dezember 2013 im DAX oder im MDAX gelistet und zugleich im gesamten Untersuchungszeitraum von 2005 bis 2013 durchgehend börsennotiert waren. Die Börsennotierung ist zum einen erforderlich, um in der späteren Analyse marktwertbasierte Kennzahlen

ermitteln zu können. Zum anderen gewährleistet die Börsennotierung die Verwendung einheitlicher Rechnungslegungsstandards.<sup>(1)</sup> Bereinigungen, die sich aufgrund dieses Anforderungskriteriums ergeben, reduzieren das Unternehmenssample von zunächst 80 auf 59 Unternehmen. Zudem wurden zwei Unternehmen nicht in der Untersuchung berücksichtigt, da in den Geschäftsberichten nicht über entsprechende leistungsorientierte Pensionspläne berichtet wurde.<sup>(2)</sup> Von den verbleibenden 57 Unternehmen gehören 29 dem DAX und 28 dem MDAX an.

## 3. Beitrags- und leistungsorientierte Pensionsvereinbarungen

Trifft ein Unternehmen mit einem seiner Mitarbeiter eine Vereinbarung über Pensionszahlungen nach Beendigung der aktiven Dienstzeit, so stellt sich in bilanzieller Hinsicht zunächst die Frage, wie diese Vereinbarung zu klassifizieren ist. Grundsätzlich unterscheidet man hierbei zwischen beitrags- und leistungsorientierten Pensionsvereinbarungen.

Bei beitragsorientierten Vereinbarungen (*defined contribution plans*) überträgt das Unternehmen regelmäßig einen zuvor definierten Betrag an einen rechtlich unabhängigen externen Versorgungsträger. Dieser ist für die spätere Erbringung der Versorgungsleistung verantwortlich. Diese bestimmt sich nach den an den Fonds geleisteten Beiträgen und den durch den Fonds erwirtschafteten Erträgen. Ein Versprechen über feste Rentenzahlungen nach Beendigung der aktiven Dienstzeit gibt es seitens des Unternehmens hierbei nicht. Somit trägt der Arbeitnehmer das Risiko, dass die künftigen

---

(1) Börsennotierte Unternehmen sind in Deutschland durch die EU-Verordnung 1606/2002 ab dem Jahr 2005 zur Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards verpflichtet. Weichen Geschäftsjahr und Kalenderjahr voneinander ab, so wurde das Geschäftsjahr demjenigen Kalenderjahr zugeordnet, bei dem die Abweichung zwischen Geschäfts- und Kalenderjahre minimal ist. Dies bedeutet bspw., dass Geschäftsjahre, die am 30. September 2013 endeten ebenso dem Kalenderjahr 2013 zugerechnet wurden, wie Geschäftsjahre, die am 31. März 2014 endeten.

(2) Dies betrifft die Unternehmen Deutsche Euroshop und Gerry Weber International.

Pensionszahlungen geringer ausfallen als erwartet, so dass dem Unternehmen über die Zuführung der Beiträge an den Fonds hinaus keine weiteren rechtlichen oder faktischen Verpflichtungen entstehen. Die regelmäßigen Beitragszahlungen stellen für das Unternehmen klar definierte Aufwendungen bzw. Auszahlungen dar, Rückstellungen sind im Rahmen von beitragsorientierten Pensionsvereinbarungen vom Unternehmen nicht zu bilden. Da die Bilanzierung von *defined contribution plans* nach dem Wortlaut des Standardsetters „einfach“ (IAS 19.50) ist, soll der Fokus der späteren Analyse auf den im Folgenden diskutierten leistungsorientierten Plänen liegen.

Bei leistungsorientierten Plänen (*defined benefit plans*) sagt das Unternehmen dem Arbeitnehmer eine bestimmte, i.d.R. lebenslange Betriebsrente (*defined benefit obligation, DBO*) zu, für deren späteres Erbringen das Unternehmen selbst verantwortlich ist. Als Leistungserbringer muss es dafür Sorge tragen, dass stets genügend Mittel zur Deckung der fälligen Leistungen vorhanden sind. Dies gilt unabhängig von der Art der Finanzierung der leistungsorientierten Pensionszusage. Das Unternehmen kann die Mittel entweder im Unternehmen selbst ansammeln oder über externe Versorgungsträger ein sog. Planvermögen aufbauen. Falls das angesammelte Kapital nicht ausreicht um der Pensionsverpflichtung nachzukommen, besteht für das Unternehmen eine Nachschusspflicht. Gesetzliche oder regulatorische Mindestdotierungsvorschriften für Pensionspläne bestehen hierzulande nicht.

Die Grenze zwischen beitrags- und leistungsorientierten Verpflichtungen ist in Deutschland oftmals fließend, da der Arbeitgeber auch im Rahmen beitragsorientierter Pläne aufgrund der Subsidiärhaftung zumindest für die zum Aufbau der betrieblichen Altersvorsorge eingezahlten Beträge haftet (§ 1 Abs. 1 S. 3 BetrAVG). Insbesondere in Deutschland nutzten viele Unternehmen leistungsorientierte Verpflichtungen als Finanzierungsquelle, da für das Unternehmen zwar in der laufenden Periode steuermindernder Aufwand entsteht, korrespondierende Auszahlungen jedoch erst später folgen, so dass das entsprechende Kapital zwischenzeitlich für anderweitige Investitionsprojekte genutzt werden kann. Einem vorgezogenen positiven Steuereffekt stehen also nachgelagerte Cashflow-wirksame Pensionszahlungen gegenüber. Die Popularität derartiger Vereinbarungen

nimmt allerdings immer mehr ab, was unter anderem auf die im Folgenden diskutierten Überlegungen und Beobachtungen zurückgeführt werden kann.

#### 4. Grundlagen der Bewertung leistungsorientierter Pensionsvereinbarungen

Unabhängig davon, ob die leistungsorientierte Pensionszusage unternehmensintern oder über ausgelagertes Planvermögen finanziert wird, folgt die Bewertung der daraus resultierenden Verpflichtung einem versicherungsmathematischen Verfahren. Hierbei wird für jeden betroffenen Arbeitnehmer in einem ersten Schritt die Höhe der in der Zukunft erwarteten Zahlungsverpflichtungen geschätzt und in einem zweiten Schritt auf den Pensionseintrittstermin diskontiert. Nach Ermittlung des Barwertes wird dieser in einem dritten Schritt auf die Perioden der aktiven Dienstzeit des betreffenden Arbeitnehmers verteilt. Eingang in die Bilanz findet im Rahmen des sog. Nettoansatzes jedoch nur der bereits erarbeitete und nicht durch ein entsprechendes Planvermögen gedeckter Teil der Leistungsverpflichtung. Das extern angesammelte Planvermögen wird nicht als Aktivposten in die Bilanz aufgenommen.

Die Höhe der bilanziell abzubildenden Versorgungsansprüche hängt neben dem erwarteten Endgehalt von einer Vielzahl weiterer finanzieller und demographischer Annahmen ab. Wie später aufgezeigt wird, hat insbesondere eine Veränderung des Zinssatzes teils gravierende Auswirkungen auf die Höhe der leistungsorientierten Verpflichtung. Dieser Abzinsungssatz hat sich gemäß IAS 19.83 (rev. 2011) an der Rendite hochwertiger, festverzinslicher Unternehmensanleihen zu orientieren, wobei auf Währungs- und Fristenkongruenz von Unternehmensanleihe und korrespondierender Verpflichtung zu achten ist. Da IAS 19 keine Konkretisierung des Begriffs „hochwertig“ bereithält, verwendet die Unternehmenspraxis in Anlehnung an die US-amerikanische Rechnungslegung i.d.R. Unternehmensanleihen mit einem AA-Rating. In der Praxis ziehen Unternehmen meist einen gewichteten Durchschnittszinssatz heran, der die Höhe und Laufzeit aller Verpflichtungen innerhalb eines Währungsraumes widerspiegelt. Neben dem Abzinsungssatz sind ebenso künftige Gehalts- und Rententrends, Inflationsraten sowie biometrische Daten,

die aufgrund der teils beträchtlichen Duration ebenso enormen Einfluss auf die Höhe der Schuld haben können, bei der Ermittlung zu berücksichtigen. Zur Abschätzung der Lebenserwartung und damit der Dauer der bestehenden Zahlungsverpflichtung ziehen die Unternehmen in der Regel die Sterbetafeln von Dr. Klaus Heubeck heran. Dabei gilt: Je niedriger der Diskontierungszins, je höher die Lebenserwartung und je höher die Gehalts- und Rentensteigerungen, umso höher ist der Barwert der zukünftigen Pensionsverpflichtungen.

Der Verbindlichkeit steht bei externer Finanzierung das angesammelte Planvermögen gegenüber. Erwartete Erträge auf dieses Planvermögen mindern den jährlichen Pensionsaufwand, der neben dem in der Periode laufenden Dienstzeitaufwand ebenso den Zinsaufwand aus der Aufzinsung bestehender Ansprüche umfasst. Letzterer wird seit der letzten Überarbeitung des IAS 19 mit dem erwarteten Ertrag aus Planvermögen verrechnet, wobei für die erwartete Rendite des Planvermögens derselbe Zinssatz heranzuziehen ist, wie für die Barwertermittlung der Pensionsverbindlichkeit (sog. Nettozinsaufwand gem. IAS 19.123ff.).

Da es regelmäßig zu einer Diskrepanz zwischen den vom Unternehmen zu treffenden Bewertungsannahmen und der tatsächlichen Entwicklung kommt, entstehen sog. versicherungsmathematische Gewinne und Verluste. Diese können einerseits die Höhe der Leistungsverpflichtung betreffen, etwa bei einer Änderung des Gehalts- oder Rententrends, oder das Planvermögen, wenn eine vom Diskontierungszins abweichende Rendite des Planvermögens in der abgelaufenen Periode zu beobachten ist. Die sich aus den Abweichungen ergebende aggregierte Differenz fließt an der Gewinn- und Verlustrechnung vorbei und schlägt sich über das sonstige Ergebnis (*other comprehensive income*) direkt im Eigenkapital nieder.

## 5. Relevanz von Pensionsverpflichtungen bei DAX- und MDAX-Unternehmen

Nachdem die Klassifizierung und die Bewertung von Pensionsverpflichtungen nach internationalen Vorschriften eingehend thematisiert wurden, soll zu Beginn der empirischen Auswertung ein Überblick über die bilanzielle Bedeutung von Pensionsvereinbarungen bei den betrachteten DAX- und

MDAX-Unternehmen erfolgen. Hierzu wurden die in den Geschäftsberichten der Unternehmen enthaltenen Daten ausgewertet. Tabelle 1 auf der folgenden Seite umfasst deskriptive Daten, die die Relevanz dieser Vereinbarungen verdeutlichen.

Im Geschäftsjahr 2013 belief sich die Summe aller Pensionsverpflichtungen in den Bilanzen der Unternehmen der Stichprobe auf insg. 317,5 Mrd. EUR. Dies entspricht einer durchschnittlichen Pensionslast von 5,6 Mrd. EUR, wobei sich zwischen den Unternehmen eine deutliche größenabhängige Heterogenität zeigt. So liegen die Pensionsverbindlichkeiten bei den DAX-Unternehmen bei durchschnittlich 10,3 Mrd. EUR, während sie bei den kleineren MDAX-Unternehmen 0,7 Mrd. EUR betragen. Im Zeitverlauf lassen sich über die vergangenen Jahre teils erheblich gestiegene Pensionslasten beobachten. So ist die durchschnittliche Pensionslast pro Unternehmen im Zeitraum 2008 bis 2013 um ca. 50% gestiegen, wobei sich lediglich bei einem der 57 Unternehmen eine Reduktion der Verbindlichkeiten in diesem Zeitfenster beobachten lässt (Rhoen Klinikum). Die Feststellung steigender Verpflichtungen muss jedoch nicht auf eine Ausweitung der Pensionspläne hinweisen, sondern kann ebenso auf eine Adjustierung der relevanten Bewertungsparameter zurückgeführt werden, wie an späterer Stelle diskutiert wird (siehe Kapitel 6). Zudem lässt sich ebenso ein Anstieg des ausgelagerten Planvermögens im gleichen Zeitraum beobachten, auch wenn der Zuwachs hier weniger deutlich ausfällt. Dies hat im Zeitablauf steigende Pensionsdefizite zur Folge, die zuletzt durchschnittlich 2,0 Mrd. EUR betragen, wobei sich auch hier mit einem durchschnittlichen Defizit von 3,5 Mrd. EUR bei den DAX-Unternehmen gegenüber 0,3 Mrd. EUR bei den MDAX-Unternehmen ein signifikanter Größeneffekt beobachten lässt. Die Pensionsdefizite sind bei den MDAX-Unternehmen auch in Relation zum Buch- und Marktwert des Eigenkapitals deutlich geringer als bei den DAX-Unternehmen, allerdings ist auch der Deckungsstatus wesentlich niedriger (zuletzt 38,2% vs. 64,8%). Dies lässt darauf schließen, dass die MDAX-Unternehmen wohl auch aufgrund der bedeutend geringeren bilanziellen Relevanz der Pensionsvereinbarungen häufig eine interne Finanzierungsstrategie verfolgen und seltener ein externes Planvermögen bilden als Gesellschaften aus dem DAX. Betrachtet man nur Unternehmen, bei denen das Pensionsdefizit im Vergleich zum Eigenkapital im Jahr 2013 eine recht hohe bilanzielle Relevanz hat, so können die Unternehmen ThyssenKrupp,

Deutsche Lufthansa, Rheinmetall, TUI, Salzgitter, RWE und Deutsche Post als Unternehmen mit recht hohen prozentualen Pensionsdefiziten identifiziert werden.

Korrespondierend mit den höheren Pensionsverbindlichkeiten zeigt sich ein im Zeitablauf ansteigender Pensionsaufwand, wobei sich der Zinsaufwand (Aufzinsung bestehender Verpflichtungen) als eine der Komponenten neben dem laufenden Dienstzeitaufwand (neu erdiente Ansprüche) ab dem Jahr 2013 aufgrund der Einführung des Nettozinsaufwands nicht mehr separat ermitteln lässt.

## 6. Annahmen bei der Ermittlung, Sensitivitäten und Simulation

Nachdem im vorangegangenen Kapitel verdeutlicht wurde, dass Pensionsverpflichtungen insbesondere bei den DAX-Unternehmen eine enorme bilanzielle Relevanz haben, soll nun aufgezeigt werden, welche Prämissen die Unternehmen bei der Bewertung ihrer Verpflichtungen im Zeitverlauf verwendet haben. Diese Annahmen können aufgrund der Langfristigkeit der Vereinbarungen teils erheblichen Einfluss auf die Höhe der ausgewiesenen Schuld haben.

Tabelle 1 **Deskriptive Daten zur Unternehmensstichprobe** (Durchschnitte, Angaben in Mio. EUR)

Jahr	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
<b>Pensionsverbindlichkeiten</b>	<b>5.571</b>	<b>5.740</b>	<b>4.760</b>	<b>4.581</b>	<b>4.188</b>	<b>3.639</b>	<b>3.973</b>	<b>4.590</b>	<b>4.576</b>
<i>hiervon DAX</i>	10.318	10.640	8.815	8.477	7.605	6.600	7.220	8.364	8.310
<i>hiervon MDAX</i>	654	665	561	546	517	458	485	536	565
<b>Planvermögen</b>	<b>3.807</b>	<b>3.686</b>	<b>3.294</b>	<b>3.170</b>	<b>2.900</b>	<b>2.573</b>	<b>3.029</b>	<b>3.235</b>	<b>2.842</b>
<i>hiervon DAX</i>	6.788	6.572	5.866	5.640	5.064	4.395	5.176	5.461	4.864
<i>hiervon MDAX</i>	348	339	311	304	285	275	322	300	268
<b>Pensionsdefizit</b>	<b>1.964</b>	<b>2.248</b>	<b>1.639</b>	<b>1.578</b>	<b>1.443</b>	<b>1.272</b>	<b>1.180</b>	<b>1.698</b>	<b>2.144</b>
<i>hiervon DAX</i>	3.530	4.068	2.948	2.837	2.541	2.205	2.043	2.904	3.738
<i>hiervon MDAX</i>	343	363	284	274	264	231	217	299	359
<b>Eigenkapital</b>	<b>11.752</b>	<b>11.676</b>	<b>11.206</b>	<b>10.611</b>	<b>9.218</b>	<b>8.783</b>	<b>9.518</b>	<b>8.838</b>	<b>8.144</b>
<i>hiervon DAX</i>	21.069	20.805	19.954	18.876	16.369	15.576	16.897	15.730	14.502
<i>hiervon MDAX</i>	2.101	2.221	2.146	2.050	1.811	1.747	1.875	1.701	1.559
<b>Pensionsdefizit/EK</b>	<b>20,0%</b>	<b>19,1%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,6%</b>	<b>16,1%</b>	<b>13,6%</b>	<b>12,4%</b>	<b>20,8%</b>	<b>26,7%</b>
<i>hiervon DAX</i>	24,3%	22,2%	15,1%	15,0%	16,3%	13,1%	12,1%	21,1%	28,4%
<i>hiervon MDAX</i>	15,5%	16,0%	12,8%	14,2%	16,0%	14,1%	12,8%	20,4%	24,7%
<b>Pensionsdefizit/Marktkapital.</b>	<b>11,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,2%</b>	<b>9,9%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>10,0%</b>	<b>16,3%</b>
<i>hiervon DAX</i>	11,8%	15,6%	15,5%	10,9%	12,3%	11,2%	6,4%	10,6%	18,6%
<i>hiervon MDAX</i>	11,3%	13,4%	12,9%	8,9%	11,7%	13,4%	6,1%	9,2%	13,8%
<b>Deckungsstatus</b>	<b>51,7%</b>	<b>48,7%</b>	<b>51,9%</b>	<b>50,3%</b>	<b>50,6%</b>	<b>52,5%</b>	<b>55,4%</b>	<b>48,6%</b>	<b>41,7%</b>
<i>hiervon DAX</i>	64,8%	60,9%	64,7%	64,0%	64,2%	65,8%	69,1%	60,1%	50,3%
<i>hiervon MDAX</i>	38,2%	36,0%	38,7%	36,1%	35,9%	37,5%	40,1%	35,3%	32,1%
<b>Laufender Dienstzeitaufwand</b>	<b>116</b>	<b>91</b>	<b>84</b>	<b>82</b>	<b>74</b>	<b>83</b>	<b>99</b>	<b>109</b>	<b>90</b>
<i>hiervon DAX</i>	211	166	153	148	133	147	178	200	164
<i>hiervon MDAX</i>	13	11	10	10	9	9	10	11	10
<b>Zinsaufwand</b>	<b>NA</b>	<b>232</b>	<b>218</b>	<b>223</b>	<b>189</b>	<b>211</b>	<b>207</b>	<b>195</b>	<b>195</b>
<i>hiervon DAX</i>	NA	418	397	406	336	369	372	361	360
<i>hiervon MDAX</i>	NA	25	25	26	24	26	23	23	24

Tabelle 2 Annahmen bei der Bewertung der Pensionsverpflichtungen <sup>(3)</sup>

Jahr	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
<b>Diskontierungszins</b>									
Minimum	2,71%	2,53%	3,26%	3,55%	3,97%	4,49%	4,30%	3,10%	3,63%
<b>Mittelwert</b>	<b>3,72%</b>	<b>3,50%</b>	<b>4,61%</b>	<b>4,80%</b>	<b>5,27%</b>	<b>5,84%</b>	<b>5,40%</b>	<b>4,66%</b>	<b>4,45%</b>
Median	3,70%	3,50%	4,67%	4,87%	5,29%	5,90%	5,50%	4,60%	4,38%
Maximum	5,40%	4,42%	5,65%	5,88%	6,50%	6,92%	6,85%	5,63%	5,63%
<b>Gehaltstrend</b>									
Minimum	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Mittelwert</b>	<b>2,55%</b>	<b>2,58%</b>	<b>2,54%</b>	<b>2,56%</b>	<b>2,48%</b>	<b>2,59%</b>	<b>2,61%</b>	<b>2,51%</b>	<b>2,55%</b>
Median	2,64%	2,75%	2,75%	2,75%	2,50%	2,72%	2,75%	2,50%	2,50%
Maximum	3,50%	3,59%	3,92%	4,00%	4,02%	4,30%	4,16%	4,18%	4,22%
<b>Rententrend</b>									
Minimum	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<b>Mittelwert</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,85%</b>	<b>1,81%</b>	<b>1,78%</b>	<b>1,84%</b>	<b>1,91%</b>	<b>1,75%</b>	<b>1,60%</b>	<b>1,55%</b>
Median	1,80%	1,80%	1,88%	1,80%	1,88%	2,00%	1,75%	1,60%	1,50%
Maximum	2,50%	2,50%	2,50%	2,40%	2,40%	2,50%	2,25%	2,40%	2,50%

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 06.02.2015.

In IAS 19.84 heißt es: „Der Abzinsungssatz ist eine versicherungsmathematische Annahme mit wesentlicher Auswirkung.“ Regelmäßig weisen die Unternehmen innerhalb der Anhangangaben darauf hin, dass der Diskontierungszins die Bewertungsprämisse mit dem größten Einfluss auf die Höhe der ausgewiesenen Verpflichtung ist. Zudem haben die unterstellten Gehalts- und Rententrends Einfluss auf die Bewertung. Tabelle 2 fasst die Entwicklung der zentralen Bewertungsparameter bei den einbezogenen Unternehmen im Untersuchungszeitraum zusammen. Da die Auswertung keine systematischen Unterschiede zwischen DAX- und MDAX-Unternehmen erkennen ließ, soll fortan, anstatt einer Indexbetrachtung, eine Fokussierung auf die Spannbreite der Annahmen gelegt werden.

Während die unterstellten Gehalts- und Rententrends im Zeitablauf relativ geringe Variationen aufweisen, ist die Entwicklung beim Diskontierungszins stark schwankend. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der heranzuziehende Rechnungszins nach internationalen Rechnungslegungsstandards einen Stichtagszins darstellt, während bspw. nach handelsrechtlichen Regelungen ein geglätteter

Durchschnittszinssatz zu verwenden ist, der Kapitalmarktvolatilitäten abmildert. So schwankt der Diskontierungszinssatz im Untersuchungszeitraum zwischen 3,5% und 5,8%. Demgegenüber schwanken die Gehalts- und Rententrends lediglich um 0,1%- bzw. 0,3%-Punkte. Zwischen den Unternehmen lässt sich ebenso eine große Heterogenität ausmachen. Auch wenn die standardisierte Ermittlung des Diskontierungszinssatzes nicht zwingend in einheitlichen Zinssätzen resultieren muss, da die jeweiligen Verpflichtungen währungs- und laufzeitbezogen unternehmensindividuell variieren, unterschieden sich die verwendeten Zinssätze teils bemerkenswert deutlich. Während bspw. Rheinmetall für das Geschäftsjahr 2013 einen gewichteten Diskontierungszinssatz von 2,7% verwendet, liegt der entsprechende Zinssatz bei Heidelbergcement mit 4,6% wesentlich höher, was zu einem deutlich geringeren

<sup>(3)</sup> Beim Diskontierungszins handelt es sich um einen Durchschnitt des unternehmensspezifischen gewichteten Durchschnittsrechnungszinses. Die Angaben zu den unterstellten Gehalts- und Rententrends beziehen sich hingegen auf Deutschland.

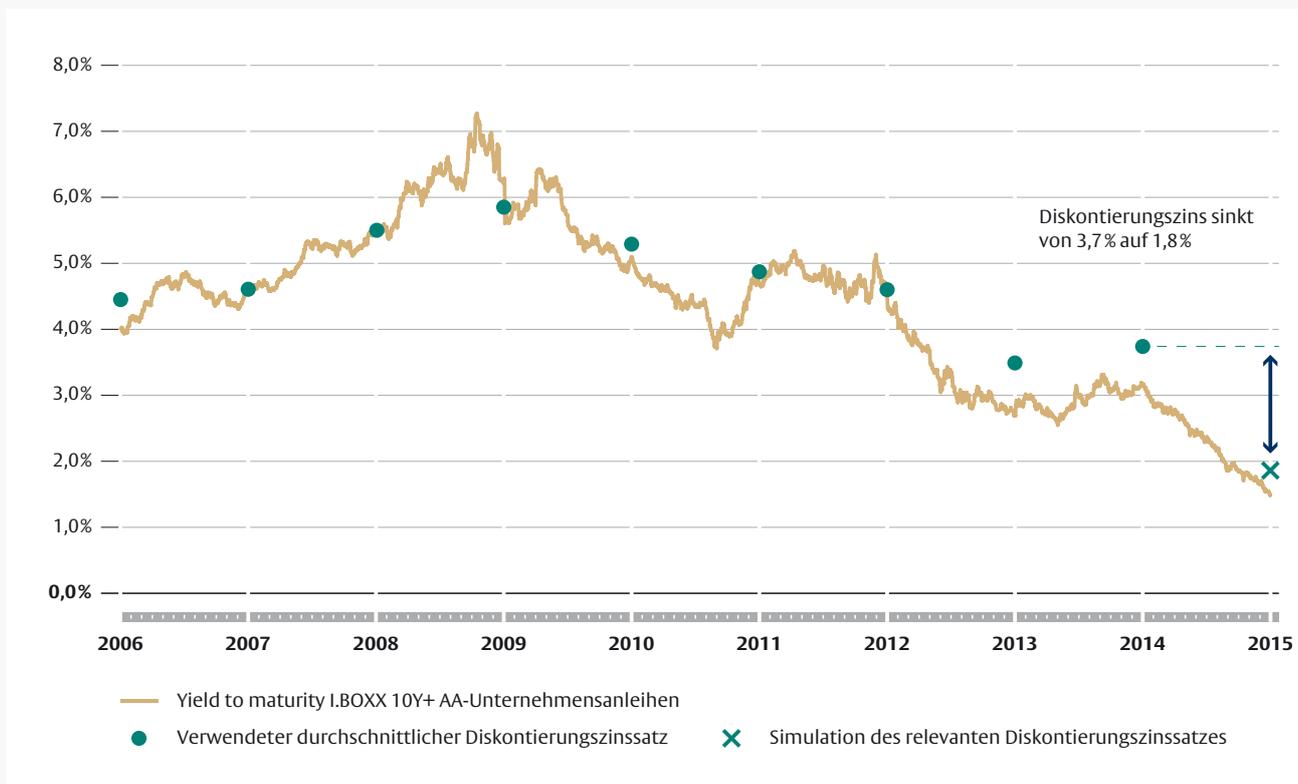
Gegenwartswert der Pensionslasten führt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Heidelbergcement einen wesentlichen Teil seiner Verpflichtungen in Nordamerika abgeschlossen hat und hier zur Diskontierung ein Zinssatz herangezogen wurde, der mit ca. 5,0% wesentlich über dem Zinssatz für Deutschland von 3,5% lag.

Für das Geschäftsjahr 2014 ist mit einer Fortsetzung des seit 2008 bestehenden Trends sinkender Diskontierungszinsen zu rechnen, da die Renditen langlaufender Anleihen dramatisch gefallen sind. Grafik 1 zeigt die durchschnittliche Verzinsung von europäischen AA-Anleihen (gemäß IAS 19.83: „erstrangige, festverzinsliche Industriefinanzen“) mit einer Duration von mehr als 10 Jahren und den in der Vergangenheit verwendeten Diskontierungszinssatz. Auch wenn die abgebildeten Rendite des Anleiheportfolios nur eine Approximation des für die Unternehmen relevanten Zinssatzes darstellen dürfte, da Durationen und Währungen der jeweiligen Verpflichtungen unternehmensindividuell

unterschiedlich sind, so ist der Trend für den zu erwartenden relevanten Rechnungszins aus der Grafik klar erkennbar.<sup>(4)</sup> Lagen die errechneten Durchschnitte bis zum Jahr 2011 recht nah am abgebildeten Graphen, so verwendeten die Unternehmen bereits in den letzten beiden Jahren einen durchschnittlichen Diskontierungszins, der etwa 50bp über der durchschnittlichen Verzinsung der AA-Anleihen lag. Wenn sich für das abgelaufene Geschäftsjahr eine ähnliche prozentuale Abweichung ergeben sollte, so läge der relevante Zinssatz zum Stichtag 31.12.2014 bei ca. 1,8%, womit sich der im Vorjahr herangezogene Rechnungszins halbiert hätte.

<sup>(4)</sup> Der Zinssatz stellt auch aufgrund von Abweichungen von Kalenderjahr und Geschäftsjahr bei den Unternehmen Aurubis, Infineon Technologies, Metro, Siemens, Südzucker, TUI, ThyssenKrupp lediglich eine Annäherung an den relevanten Zinssatz dar.

Grafik 1 Kapitalmarktzins, verwendeter Diskontierungszins und Simulation des relevanten Diskontierungszinses für das Geschäftsjahr 2014



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 06.02.2015.

Eine Auswertung der in den Geschäftsberichten des Jahres 2013 enthaltenen Sensitivitätsanalysen verdeutlicht den großen Einfluss des verwendeten Diskontierungszinses auf die Höhe der ausgewiesenen Schuld. Tabelle 3 zeigt, wie sich eine Variation des Diskontierungszinssatzes auf die Höhe der im vergangenen Geschäftsjahr erfassten Pensionsverpflichtung auswirkt.<sup>(5)</sup>

So führt eine Reduktion des relevanten Diskontierungszinses um 50bp bzw. 100bp im Durchschnitt zu einer rechnerischen Erhöhung der Verpflichtung von 7,78% bzw. 15,84%. Die Effekte einer Erhöhung des Diskontierungszinses verhalten sich selbstredend konträr. Hält man sich nun die zuvor thematisierte Zinsentwicklung im Jahr 2014 vor Augen und spiegelt diese mit den Szenarien in Tabelle 3, so wird deutlich, in welcher Dimension die rechnerischen Pensionsverpflichtungen im abgelaufenen Geschäftsjahr angestiegen sein dürften. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung, welche die eingangs als „Worst-Case“ beschriebene Betrachtung von 100bp überschreiten dürfte, wird dies weitreichende Effekte auf das bilanzielle Eigenkapital haben, falls entsprechende Planvermögenszuwächse diesen Effekt nicht kompensieren. Unterstellt man eine Konstanz des Planvermögens, so führt die Ausweitung der Pensionsschulden im Rahmen eines Passivtauschs zu einer Reduktion des bilanziellen Eigenkapitals in gleicher Höhe. Allerdings ist die Annahme eines unveränderten Planvermögens in aller Regel zu pessimistisch. Betrachtet man die entsprechenden Daten bei den Gesellschaften, deren Geschäftsjahr bereits am 30.09.2014 endete, so zeigt sich bspw. bei ThyssenKrupp sowohl beim Planvermögen als auch bei der Verpflichtung ein Zuwachs von ca. 12%. Da

das Planvermögen jedoch mit 2,3 Mrd. EUR weitaus geringer ist als die Verpflichtung mit 9,4 Mrd. EUR, hat insb. die Herabsetzung des Rechnungszinses um 82bp zu einer Ausweitung des Pensionsdefizits um ca. 733 Mio. EUR geführt. Bei Siemens hingegen konnte der Deckungsstatus konstant gehalten werden, da die Wertsteigerungen des Planvermögens in etwa viermal so hoch ausfielen wie im Vorjahr und zudem Zuschüsse des Unternehmens zum Planvermögen von 533 Mio. EUR erfolgten. Bei Metro hingegen, die vergleichbare Anteile verschiedener Vermögensklassen in ihrem Planvermögen ausweist, hatten Neubewertungen keinen nennenswerten Einfluss auf den beizulegenden Zeitwert am Geschäftsjahresende. Die Folge ist eine Ausweitung des Pensionsdefizits von 1,4 Mrd. EUR auf 1,6 Mrd. EUR. Das Unternehmen TUI konnte aufgrund von Arbeitgeberbeiträgen zum Planvermögen zwar den Deckungsstatus von 59% auf 61% erhöhen. Dennoch ist das Pensionsdefizit in absoluten Beträgen von 1,1 Mrd. EUR auf knapp 1,3 Mrd. EUR angestiegen.

Wie sich zeigt sind die Effekte sehr unterschiedlich. Hierbei sollte man sich vor Augen halten, dass die Zinsen im letzten Quartal des Jahres 2014 noch einmal massiv gesunken sind, was sich in den hier gezeigten Werten noch nicht niederschlagen hat.

<sup>(5)</sup> Einzelne Unternehmen berechnen den entsprechenden Effekt anhand einer von 50bp bzw. 100bp abweichenden Variation. Diese Angaben sind aus Gründen der Übersichtlichkeit hier nicht aufgeführt.

Tabelle 3 Sensitivitätsanalyse zum Einfluss des Diskontierungszinssatzes auf die Höhe der Pensionsverpflichtung

Eine Änderung des Diskontierungszinses um ...	-50bp	-100bp	+50bp	+100bp
<b>führt zu einer Veränderung der Pensionsverpflichtung um ...</b>				
Minimum	+4,52%	+13,25%	-3,87%	-10,86%
<b>Mittelwert</b>	<b>+7,78%</b>	<b>+15,84%</b>	<b>-6,94%</b>	<b>-12,76%</b>
Median	+7,68%	+15,67%	-6,80%	-12,90%
Maximum	+10,59%	+18,40%	-9,70%	-14,60%

Tabelle 4 Entwicklung des Pensionsdefizits im Geschäftsjahr 2013/2014 (in Mio. EUR bzw. %)

Unternehmen	Index	Rechnungszins 2012/2013	Rechnungszins 2013/2014	DBO 2012/2013	DBO 2013/2014	Plan- vermögen 2012/2013	Plan- vermögen 2013/2014	$\Delta$ (DBO - Planver- mögen)	Zuschüsse des Unter- nehmens 2013/2014
Metro	MDAX	3,5%	2,7%	2.442	2.708	1.019	1.105	180	107
Siemens	DAX	3,4%	3,0%	33.173	35.591	24.078	26.505	-9	533
ThyssenKrupp	DAX	3,6%	2,8%	8.421	9.405	2.054	2.305	733	70
Infineon	DAX	3,8%	2,6%	681	861	437	482	135	18
Aurubis	MDAX	3,5%	2,4%	473	557	314	325	73	12
TUI	MDAX	4,1%	3,5%	2.752	3.255	1.617	1.980	140	146

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 06.02.2015.

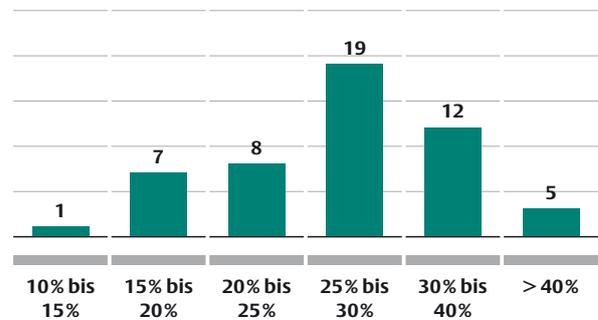
Im Folgenden soll im Rahmen einer Simulationsrechnung aufgezeigt werden, welche Effekte der Zinsrückgang auf die Pensionsverpflichtungen und auf das Eigenkapital der Unternehmen, deren Geschäftsjahr am 31.12.2014 endete, haben könnte. Hierzu wurde die Annahme getroffen, dass der für das Geschäftsjahr 2014 verwendete Diskontierungszins die gleiche unternehmensspezifische prozentuale Abweichung vom Marktzins hatte wie im Vorjahr, um der unternehmensindividuellen Belegschaftsstruktur gerecht zu werden. Die konkrete Höhe des Diskontierungszinses ist im Einzelfall von der Verzinsung des währungsspezifischen Anleiheportfolios abhängig. So wird für Pensionsvereinbarungen, die in den USA oder Großbritannien getroffen wurden, ein höherer Rechnungszins verwendet als für Vereinbarungen in Deutschland. Zudem wurde die Annahme getroffen, dass die ausgelagerten Planvermögen im Geschäftsjahr 2014 eine Rendite von einheitlich 8% erzielten.<sup>(6)</sup> Grafik 2 zeigt die ermittelten Werte in aggregierter Form.<sup>(7)</sup>

<sup>(6)</sup> In der Vergangenheit rechneten die Unternehmen mit einer Planrendite von durchschnittlich 5% bis 6%. Aufgrund des recht hohen Anteils festverzinslicher Wertpapiere in den Planvermögen der Unternehmen und den deutlichen Kursgewinnen vieler Wertpapiere dieser Assetklasse im Jahr 2014, wurde die Annahme einer im historischen Vergleich überdurchschnittlichen Rendite getroffen.

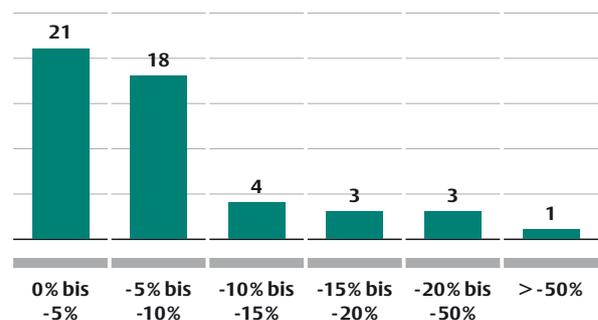
<sup>(7)</sup> Für die Unternehmen Axel Springer, Duerr, GEA Group und TAG Immobilien konnten keine entsprechenden Angaben in den Geschäftsberichten gefunden werden, so dass hier der Durchschnittswert der übrigen Unternehmen herangezogen wurde. Dieser wurde ebenso bei ErlingKlinger verwendet, da sich auf Basis der Unternehmensangaben Ausreißerwerte ergaben.

Grafik 2 Simulation zur Veränderung der leistungsorientierten Pensionsverpflichtungen (DBO) und Effekt auf das Eigenkapital (EK) im Geschäftsjahr (GJ) 2014 (Aggregierte Betrachtung)

Anzahl von Unternehmen und Veränderung der DBO



Anzahl von Unternehmen und Veränderung des EK



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 06.02.2015.

Zunächst lässt sich festhalten, dass sich für alle Unternehmen eine prozentual zweistellige Erhöhung der Leistungsverpflichtungen ergibt. Für das Gros der Unternehmen errechnet sich eine massive Ausweitung der Verpflichtungen von 25% bis 40%, für einige Unternehmen fällt die Expansion noch größer aus. Im Durchschnitt liegt die Erhöhung bei 27,8%. Der zu erwartende Eigenkapitaleffekt ist aufgrund der unterschiedlichen bilanziellen Relevanz sehr heterogen. Für die meisten Unternehmen (39 von 50) lässt sich durch die Ausweitung der Schulden eine Minderung des bilanziellen Eigenkapitals von bis zu 10% ermitteln. Der durchschnittliche Effekt liegt bei 8,8%. Für einzelne Unternehmen zeigt sich jedoch, dass die Erhöhung der Pensionsschulden zu massiven Eigenkapitalaufzehrungen von über 20% führen dürfte. Unter den 15 Unternehmen mit den größten Effekten auf das Eigenkapital finden sich mit 13 auffallend viele DAX-Unternehmen. Dies ist Ausdruck der zuvor bereits thematisierten höheren Relevanz von Pensionsverpflichtungen bei diesen Unternehmen.

Bei den Ergebnissen der Simulation gilt es zu beachten, dass diese auch von der Prämisse eines Planvermögenszuwachses von 8% beeinflusst sind. Diese Annahme kann sich im Einzelfall als zu vorsichtig oder als zu optimistisch herausstellen. Die Analyse verdeutlicht jedoch neben der bilanziellen Relevanz auch die Zinsabhängigkeit bei der Bewertung von Pensionsverpflichtungen. Nicht zuletzt geht aus ihr hervor, welcher Druck hinsichtlich eines positiven Wertbeitrags des Planvermögens auf den Pensionskassen- und -fonds lastet. Sollten die Erträge der Planvermögen hinter den Erwartungen zurückbleiben und das Ergebnis aus dem operativen Geschäft keine positiven Wertbeiträge zum verbliebenen

Eigenkapitalpuffer beisteuern, so könnten vereinzelt Kapitalerhöhungen wahrscheinlich werden. Zunächst dürften aber wohl bestehende implizite Bewertungsspielräume – so bislang noch nicht geschehen – bis auf das Äußerste ausgereizt werden. So gab SIEMENS im jüngst veröffentlichten Geschäftsbericht an, dass die „Kriterien zur Datenselektion zur Bestimmung des Abzinsungssatzes für die größten Währungszonen (...) zum 30. September 2014 verfeinert“<sup>(8)</sup> wurden.

Neben einer Variation des Diskontierungszinses simulieren die Unternehmen regelmäßig eine Anpassung des unterstellten Gehalts- und Rententrends. Die Effekte sind hier gegenläufig zu dem des Diskontierungszinses, d.h. eine Erhöhung der Trendannahmen geht c.p. mit einer Erhöhung der künftigen Verpflichtung einher. Wie Tabelle 4 aufzeigt, sind die Effekte einer Adjustierung in diesen Fällen zum einen weit weniger dramatisch, zum anderen variieren die Trendannahmen hier bei weitem nicht in gleichem Maße wie beim Diskontierungszins (Tabelle 2). Im Durchschnitt ist der Einfluss einer Variation des Rententrends drei- bis viermal so hoch wie die des Gehaltstrends.

## 7. Zusammensetzung des Planvermögens

Steigende Pensionsverpflichtungen stellen nicht per se ein Warnsignal für ein Unternehmen dar. Viel entscheidender

<sup>(8)</sup> Siemens Geschäftsbericht 2013/2014, S. 302.

Tabelle 5 Sensitivitätsanalyse zum Einfluss des Gehalts- und Rententrends auf die Höhe der Pensionsverpflichtung

Eine Änderung des ...	Gehaltstrends um ...		Rententrends um ...	
	-50bp	+50bp	-50bp	+50bp
<b>führt zu einer Veränderung der DBO um ...</b>				
Minimum	0,00%	+0,01%	-0,10%	+0,11%
<b>Mittelwert</b>	<b>-1,08%</b>	<b>+1,19%</b>	<b>-3,49%</b>	<b>+4,00%</b>
Median	-0,64%	+0,67%	-3,58%	+4,20%
Maximum	-4,74%	+5,17%	-7,00%	+7,00%

als die Frage, ob ein Unternehmen steigende Pensionslasten ausweist, ist die Frage, ob und wie diese wachsenden Verpflichtungen finanziert sind, ob und welche Vermögenswerte also zur Bedienung der künftigen Verpflichtungen von den Unternehmen ausgelagert bzw. intern angesammelt wurden. Unternehmen sollten vor dem Hintergrund der wachsenden Verpflichtungen bestrebt sein, eine langfristige Mehrung des ausgelagerten Planvermögens zu erzielen.

Der Deckungsstatus intern finanzierter Pensionspläne lässt sich für Außenstehende kaum beurteilen, da nicht nachvollziehbar ist, welche liquiden und nicht-betriebsnotwendigen Aktiva der späteren Begleichung der Lasten dienen und somit als „unternehmensinternes Planvermögen“ gelten. Demgegenüber ermöglichen ausschließlich extern finanzierte Pläne dem interessierten Bilanzleser nicht nur eine präzise Ermittlung der Deckungssituation. Eine Analyse der Zusammensetzung des Planvermögens erlaubt eine Einschätzung über die Wahrscheinlichkeit, dass die ausgelagerten Assets auch tatsächlich langfristig zur Begleichung bestehender Ansprüche dienen können. Hierzu stimmen die verantwortlichen Fondsmanager die Kapitalanlagen auf die Versicherungsverpflichtungen ab (sog. Asset-Liability-Matching). Problematisch hierbei ist, dass die Portfoliomanager meist nur über einen kürzeren Zeitraum die Verantwortung über die entsprechende Fondsentwicklung tragen und daher oftmals Aktienengagements aufgrund von zeitweisen Preisvolatilitäten meiden. Allerdings sind es gerade im derzeitigen Niedrigzinsumfeld insbesondere Aktien qualitativ hochwertiger Unternehmen, welche ihren Inhabern über eine lange Zeit stabile Erträge erbringen, die sich aufgrund des langen Anlagehorizonts zur Vermögensbildung eignen (die Duration der Verpflichtungen beträgt im Durchschnitt ca. 15 Jahre). Konnten Staats- und Unternehmensanleihen in den vergangenen Monaten erkleckliche Kursgewinne verbuchen, so wird diese Vermögensklasse aufgrund der mittlerweile oftmals sehr mageren Verzinsung bzw. hohen Bewertung zunehmend unattraktiv. Unternehmen, deren Planvermögen einen hohen Anteil von Anleihen enthalten, dürften künftig zu Umschichtungen in andere Assetklassen gezwungen sein.

Tabelle 6 auf der folgenden Seite beinhaltet die durchschnittliche Zusammensetzung des Planvermögens der DAX- und MDAX-Unternehmen im Untersuchungszeitraum.

Bei Betrachtung der Zusammensetzung des Planvermögens der DAX- und MDAX-Konzerne auf die Anlageklassen „Aktien“, „Staats- und Unternehmensanleihen“, „Immobilien“ und „Sonstiges“ zeigt sich bei aggregierter Betrachtung eine im Zeitablauf deutlich abnehmende Aktienquote, deren Anteil sich von knapp 40% im Jahr 2005 bis zum Jahr 2013 nahezu halbiert. In etwa konstant ist der Anteil festverzinslicher Wertpapiere, die mit einer Quote von etwa 45% nach wie vor die bedeutendste Assetklasse innerhalb der Planvermögen darstellen. Während der Anteil von Immobilien mit 4% bis 7% über den gesamten Zeitraum eher gering ist, haben die sonstigen Anlagen erheblich an Relevanz gewonnen. So ist ihr Anteil über den gesamten Beobachtungszeitraum nahezu kontinuierlich von 14% auf 26% gestiegen. Zur Klasse der sonstigen Vermögenswerte zählen etwa Private Equity Beteiligungen, Hedge-Fonds, Zahlungsmittel- und Zahlungsmitteläquivalente, Rohstoffe, Versicherungsverträge und derivative Finanzinstrumente.

Zwischen den Unternehmen zeigt sich eine große Heterogenität bei der Zusammensetzung des Planvermögens. So reichen die unternehmensindividuellen Aktienquoten im Geschäftsjahr 2013 von niedrigen einstelligen Quoten (Deutsche Bank, Axel Springer, Duerr) bis zu Quoten von 50% und mehr (K+S, KUKA, RTL Group). Ebenso fällt auf, dass manche Unternehmen bei der Asset Allocation anscheinend recht aktiv agieren und Jahr für Jahr teils sprunghafte Verschiebungen zwischen einzelnen Vermögensklassen zu identifizieren sind, während andere Unternehmen über die Zeit relativ stabile Anteile aufweisen.<sup>(9)</sup> Zudem setzen manche Unternehmen auf eine breite Mischung unterschiedlicher Assets, während andere gar nur in eine Vermögensklasse investieren. So besteht das Planvermögen bei Hannover Rück seit einigen Jahren zu 100% aus Versicherungsverträgen. Angesichts der Entwicklung am Aktienmarkt in den vergangenen Jahren zeigt dies, dass die Furcht vor hoher Volatilität, die in der Wahrnehmung vieler schlicht mit Risiko gleichgesetzt wird, die Bereitschaft, sich verstärkt über Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien zu engagieren, verringert

---

<sup>(9)</sup> Da eine Veränderung der Anteile jedoch auch auf unterschiedliche Wertentwicklungen bei den einzelnen Vermögensklassen zurückzuführen sein kann, lässt sich hierüber keine abschließende Aussagen tätigen.

Tabelle 6 Anteile unterschiedlicher Assetklassen im Planvermögen im Zeitablauf

Jahr	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
<b>Aktien</b>									
Minimum	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	1,0%	7,0%	10,0%	0,0%
<b>Mittelwert</b>	<b>24,0%</b>	<b>24,0%</b>	<b>23,4%</b>	<b>27,4%</b>	<b>28,7%</b>	<b>26,8%</b>	<b>35,7%</b>	<b>38,8%</b>	<b>39,1%</b>
Median	24,6%	24,0%	22,5%	27,0%	28,2%	24,7%	33,9%	37,0%	41,0%
Maximum	83,7%	76,1%	73,7%	79,1%	78,9%	75,0%	81,3%	81,4%	78,2%
<b>Anleihen</b>									
Minimum	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Mittelwert</b>	<b>45,3%</b>	<b>49,4%</b>	<b>51,4%</b>	<b>51,5%</b>	<b>50,9%</b>	<b>50,9%</b>	<b>45,8%</b>	<b>45,2%</b>	<b>46,9%</b>
Median	47,0%	51,8%	55,0%	53,7%	53,6%	51,0%	49,0%	45,1%	48,0%
Maximum	87,5%	90,5%	92,5%	88,0%	90,0%	90,0%	89,0%	87,0%	100,0%
<b>Immobilien</b>									
Minimum	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mittelwert</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,1%</b>
Median	4,4%	4,0%	4,2%	4,3%	4,0%	3,7%	3,2%	3,0%	3,4%
Maximum	42,0%	41,0%	42,0%	43,0%	40,0%	39,0%	32,0%	32,0%	12,0%
<b>Sonstiges</b>									
Minimum	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mittelwert</b>	<b>23,9%</b>	<b>21,2%</b>	<b>20,4%</b>	<b>16,3%</b>	<b>15,9%</b>	<b>18,2%</b>	<b>15,4%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,1%</b>
Median	17,7%	16,4%	14,2%	11,9%	10,7%	12,3%	9,0%	7,2%	5,3%
Maximum	100,0%	100,0%	100,0%	95,0%	93,0%	93,0%	73,0%	89,0%	0,0%

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 06.02.2015.

hat. Planvermögen mit einem besonders hohen Anteil von festverzinslichen Wertpapieren weisen die Deutsche Bank (ca. 88% Anleihenanteil) und die Commerzbank (ca. 71% Anleihenanteil) aus. Die Aktienquoten sind mit 6% bzw. 11% entsprechend gering.<sup>(10)</sup>

## 8. Fazit und Ausblick

Die ausführliche Analyse der Pensionsverpflichtungen der DAX- und MDAX-Unternehmen für den Untersuchungszeitraum 2005 bis 2013 zeigt die Brisanz dieser Vereinbarungen für die Vermögens- und Finanzlage der Unternehmen. Die derzeitige Situation persistenter niedriger Zinsen vergrößert die Deckungslücken bei vielen Unternehmen auf zweierlei Art. Zum einen steigen durch die geringeren Diskontierungszinsen die Anwartschaftsbarwerte. Dabei dürfte das

Ausmaß der Zinsreduktion über das von den Unternehmen zu Beginn des Geschäftsjahres abgebildete „Worst-Case“-Szenario hinausgehen. Zum anderen suchen Pensionskassen

<sup>(10)</sup> Die zumindest hinsichtlich inländischer Pensionsvermögen niedrigen Aktienquoten sind unter anderem darauf zurückzuführen, dass Pensionskassen als private Versicherungsgesellschaften strengen aufsichtsrechtlichen Rahmenvorgaben unterliegen, die weniger renditemaximierende als vielmehr kapitalerhaltende Investitionsstrategien verfolgen. So darf eine Pensionskasse gem. § 3 Abs. 3 der Anlagenverordnung maximal 35% des Sicherungsvermögens in Aktien investieren. Ein vom Arbeitgeber selbst organisierter Pensionsfonds hat gem. Versicherungsaufsichtsgesetz die Vermögenswerte ebenso in der Gestalt anzulegen, dass eine „möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei ausreichender Liquidität des Pensionsfonds unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung“ erreicht wird. Allerdings gibt es für sie keine expliziten Obergrenzen hinsichtlich des Anteils vermeintlich riskanter Aktienengagements.

und -fonds gerade im Bereich festverzinslicher Wertpapiere zunehmend vergebens nach interessanten Investitionsmöglichkeiten mit attraktivem Chance-/Risiko-Verhältnis, um die steigenden Verpflichtungen bedienen zu können. Ein falsches Verständnis des mit einem Aktienengagement verbundenen Risikos und damit vermeintlich konservativ investierte Pensionspläne dürften die Deckungssituationen bedeutend verschärfen. Zwar kann das Ausnutzen von impliziten Bewertungsspielräumen bzw. Intransparenzen vom Bilanzadressaten auch künftig nur in Ansätzen erkannt

werden. Eines jedoch ist unzweifelhaft: Sollte das derzeitige Zinsniveau dauerhaft sein, so wird sich die Lage bei vielen Unternehmen zuspitzen. Nachschüsse zu den Pensionsplänen sind dann unausweichlich.

Der Aktionär zahlt also die Zeche für eine kurzfristige Anlagestrategie, die zu stark auf Anleihen ausgerichtet ist und Aktien nicht ausreichend berücksichtigt. Dabei sind Aktienengagements gerade für Pensionsfonds mit ihrem extrem langen Anlagehorizont weniger riskant als gemeinhin angenommen.



**RECHTLICHE HINWEISE** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet. **Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.** © 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

**IMPRESSUM** Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com;  
Vorstand Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; Umsatzsteuer-ID DE 200 075 205; Handelsregister HRB 30 768 (Amtsgericht Köln);  
Zuständige Aufsichtsbehörde Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de;  
Autor Dr. Kai Lehmann; Redaktionsschluss 24. Februar 2015; Design Heller & C GmbH

www.fvs-ri.com



for independent thinking