



UNTERNEHMENSANALYSE 26/8/2016

Die Luft wird dünn!

Die Analyse internationaler Konzernbilanzen zeigt: Der zwischenzeitliche Abbau der Pensionsdefizite dürfte nicht mehr als ein Strohfeuer gewesen sein.

von KAI LEHMANN und BIANCA ZITZELBERGER

- Aufgrund des Zinsverfalls der letzten Jahre ist die Schuldenlast aus Pensionsvereinbarungen für Unternehmen weltweit deutlich angestiegen.
- Deutsche Unternehmen weisen eine besonders hohe Deckungslücke auf, die zuletzt im Durchschnitt 16 % des Eigenkapitalmarktwerts entsprach.
- Stark auf Anleihen ausgerichtete Planvermögen dürften künftig kaum noch in der Lage sein, den zu erwartenden Anstieg der Schuldenlast zu kompensieren. Die Folge wären neue Rekordstände der Pensionsdefizite.

Motivation

Ungewöhnliche Zeiten erfordern ungewöhnliche Maßnahmen. So hat der Deutsche Bundestag im ersten Quartal des Jahres 2016 eine Änderung der handelsrechtlichen Vorschriften zur Bewertung von Pensionsverpflichtungen beschlossen. Auf Drängen der Unternehmenspraxis wurde der Zeitraum für die Ermittlung des Rechnungszinses von sieben auf zehn Jahre ausgeweitet. Für die nach deutschem Handelsrecht bilanzierenden Unternehmen geht damit eine deutliche Entlastung einher, denn die Ausweitung führt zu höheren Diskontierungszinssätzen. So zeigen aktuelle Modellrechnungen, dass der HGB-Rechnungszins zum Ende des Geschäftsjahres 2016 anstatt ca. 3,2 % nach der neuen Berechnungsmethode 4,0 % betragen dürfte.¹ Kurzzei-

tig können die Unternehmen aufatmen, doch ist das Problem durch die Adjustierung der Berechnungsmethode keinesfalls gelöst, sondern lediglich zeitlich verlagert. Und die Kehrseite ist offensichtlich: Sollten die Zinsen eines Tages wieder steigen, so schleppen die Unternehmen die hohen Lasten länger als zuvor in ihren Bilanzen mit sich herum.

Bei kapitalmarktorientierten Konzernen, die ihre Bilanzen nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellen müssen, zeigen sich die Folgen der ultralockeren Geldpolitik und dem damit einhergehenden Zinsverfall unmittelbar. Anstatt eines geglätteten Durchschnittszinssatzes müssen die Konzerne ihre Verpflichtungen auf Basis des aktuellen Stichtagszinses bewerten. Die vergangenen Jahre offenbarten,

¹ Vgl. hierzu Mercer, Rechnungszins für IFRS/US-GAAP/HGB-Bewertungen, abrufbar unter:

<http://www.mercer.de/our-thinking/rechnungszins-fuer-ifs-us-gaap-bilmog-bewertungen.html>, Stand: 26.08.2016.



wie sensitiv das ausgewiesene Eigenkapital auf die Bewertungsänderungen bei den Pensionsvereinbarungen reagiert. Auf die Zinsschmelze folgte die Eigenkapitalschmelze.

Während die realwirtschaftlichen Effekte immer neuer geldpolitischer Maßnahmen zunehmend rascher verpuffen, bleiben die Einschlüsse in den Unternehmensbilanzen nachhaltig. Insbesondere Unternehmen, die ihre Pensionsverpflichtungen zu großen Teilen intern finanzieren, sehen sich einer immer dramatischer auseinanderklaffenden Deckungslücke gegenübergestellt. Dies gilt klassischerweise für deutsche Unternehmen. Doch auch Unternehmen, die für ihre Verpflichtungen Vermögen auslagerten, müssen sich die Frage stellen, woher die Erträge für die stark anwachsenden Verpflichtungen künftig kommen sollen. Ohne signifikante Zuschüsse dürften insbesondere konservativ ausgerichtete Portfolios keine nennenswerten Zuwächse mehr erfahren.

Wir wollen diese Entwicklung zum Anlass nehmen, die Pensionsvereinbarungen auf Basis eines breit angelegten internationalen Vergleichs zu analysieren. Welchen Verpflichtungen sehen sich die Konzerne gegenübergestellt und wie hoch sind die Deckungslücken? Wie sind die Planvermögen der Unternehmen strukturiert? Und nicht zuletzt: Wie stehen die deutschen Konzerne im internationalen Vergleich da?

Datensample

Um ein aussagekräftiges Bild über die Entwicklung und den aktuellen Stand der Pensionsthematik zu erlangen, werden in der Analyse Unternehmen aus vier verschiedenen Währungsräumen betrachtet. Die Unternehmensstichprobe besteht aus allen Unternehmen, die zum 31.12.2015 im DAX 30, S&P 100, FTSE 100 und SMI 20 gelistet waren, wobei beim FTSE 100 nur die 20 nach Marktkapitalisierung größten Unternehmen herangezogen wurden. Von der

Analyse ausgeschlossen wurden all jene Unternehmen, die zum Ende des Geschäftsjahres 2015 über keine nennenswerten leistungsorientierten Pensionsverpflichtungen verfügten. Dies betrifft in erster Linie US-amerikanische Unternehmen aus dem Technologiebereich, wie bspw. Amazon, Apple, Ebay oder Facebook. Insgesamt reduziert sich das Sample hierdurch von 170 auf 145 Unternehmen.

Die Daten wurden aus den Geschäftsberichten der Unternehmen entnommen und um Daten aus der Kapitalmarktdatenbank Thomson Reuters Datastream ergänzt. Erhoben wurden die leistungsorientierten Pensionsverpflichtungen, das Pensionsvermögen, die Asset Allocation des Planvermögens inkl. erzielter Renditen sowie der verwendete Rechnungszins. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich über die Jahre 2005 bis 2015.

Grundlagen

Die Pensionsverpflichtungen (Defined Benefit Obligations, DBOs) stellen die Bruttoverpflichtung dar, die ein Unternehmen gegenüber seinen Arbeitnehmern aufgrund von Pensionsvereinbarungen zum Bilanzstichtag hat. Zwar sagt die Höhe der DBOs aus, welchen Zahlungsverpflichtungen sich das Unternehmen zukünftig zu stellen hat, jedoch erlauben die Werte keine Aussage darüber, inwiefern tatsächlich eine Nettoschuld besteht, da in der Vergangenheit gegebenenfalls bereits Mittel für die Zahlungsverprechen zurückgelegt wurden.

Zur Finanzierung der Vereinbarungen stehen den Unternehmen grundsätzlich zwei Möglichkeiten zur Verfügung. Entweder das Unternehmen überträgt die notwendigen Mittel auf einen unabhängigen unternehmensexternen Rechtsträger und spart das Kapital dort über die Zeit bis zur Auszahlung an. Diese Mittel stellen das Planvermögen dar. Alternativ behält das Unternehmen die Gelder zurück und verwendet



diese zur Finanzierung interner Investitionsprojekte.² Wenn die Unternehmensleitung an die Überlegenheit und Nachhaltigkeit des eigenen Geschäftsmodells glaubt, ist diese Finanzierungsstrategie nur konsequent, denn eine Überlegenheit sollte sich auch in entsprechenden Überrenditen manifestieren. Diese Finanzierungsform ist traditionell bei den deutschen Unternehmen vorzufinden, was unter anderem darauf zurückzuführen ist, dass hierzulande keine regulatorischen Anforderungen an den Grad der (externen) Ausfinanzierung bestehen. Im Umkehrschluss ist der Deckungsgrad der Pensionspläne daher vergleichsweise niedrig. Problematisch wird dies allerdings, wenn die Erträge aus den intern angesammelten Mitteln ausbleiben. Geraten Unternehmen in wirtschaftliche Schieflage und müssen daraufhin Personal abbauen, droht ihnen das gleiche Schicksal wie dem umlagefinanzierten gesetzlichen Alterssicherungssystem. Die Pensionen müssen von immer weniger Angestellten erwirtschaftet werden. Da die Unternehmen jedoch verpflichtet sind, die entsprechenden Mittel nachzuschießen, belastet dies den Cashflow. Der bei Gegenüberstellung der DBOs mit den im Planvermögen angesammelten Mitteln verbleibende Restbetrag stellt das Pensionsdefizit dar.

Obligationen, Planvermögen und Pensionsdefizite

In Abbildung 1 werden die durchschnittlichen DBOs, die Plan Assets sowie die Pensionsdefizite der Unternehmen der einzelnen Indizes in Mio. Euro dargestellt. Über alle Länder hinweg zeigt sich seit 2008 ein deutlicher Anstieg der ausgewiesenen (Brutto-)Leistungsverpflichtungen. Für das Sample der hier betrachteten 145 Unternehmen entsprachen die Leistungsverpflichtun-

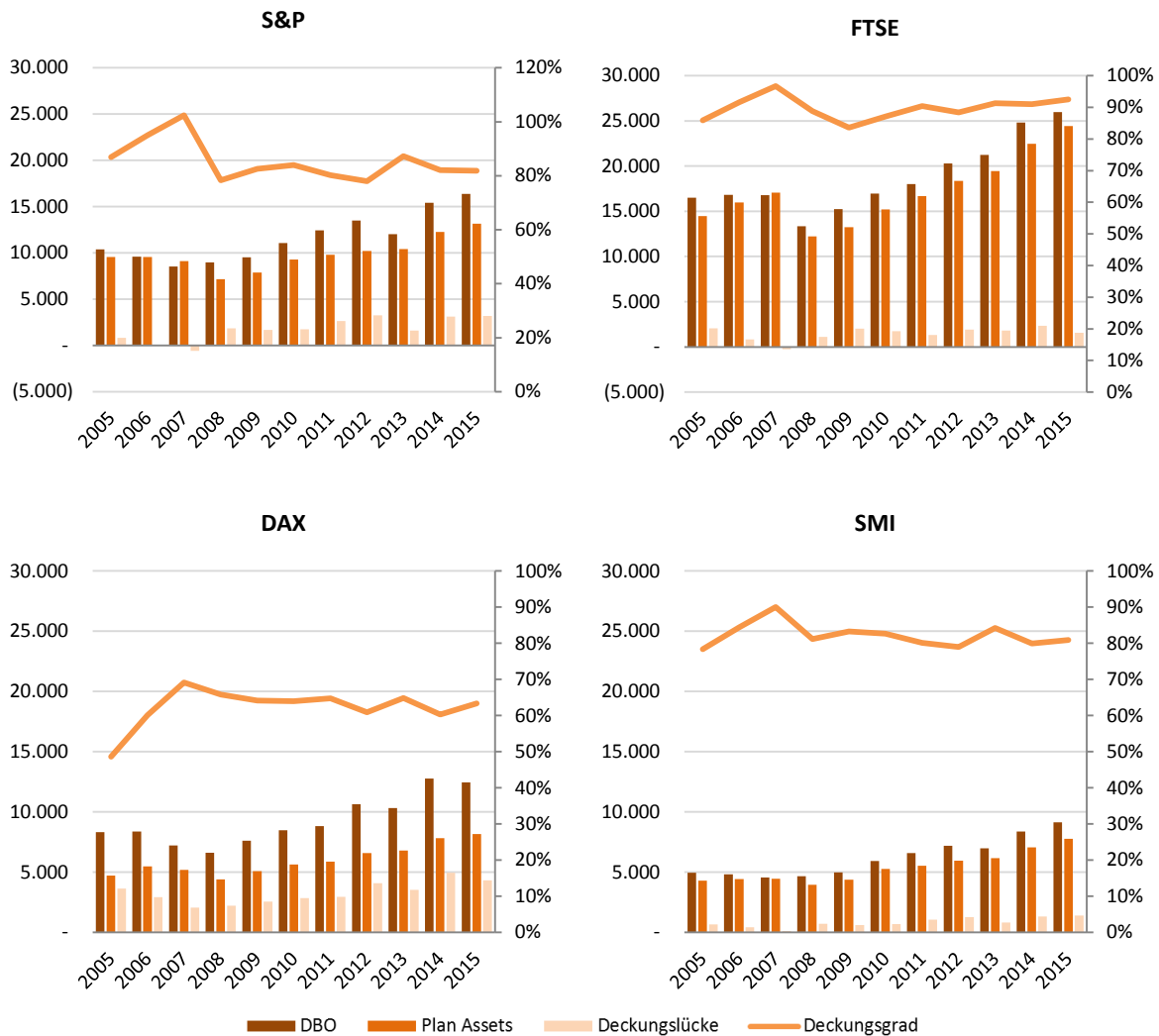
² Konkret werden hierfür Rückstellungen gebildet, die für das Unternehmen zwar Aufwand darstellen, jedoch zunächst keinerlei Auszahlungen zur Folge haben, so dass das Unternehmen weiter mit den einbehaltenen Mitteln wirtschaften kann.

gen im Geschäftsjahr 2015 in der Summe einem Wert von ca. 2,25 Bio. Euro, was einer Durchschnittsverpflichtung von 15,5 Mrd. Euro pro Unternehmen entspricht. Insbesondere englische Unternehmen weisen über den Gesamtbeobachtungszeitraum überdurchschnittliche hohe Verpflichtungen aus, gefolgt von US-amerikanischen Unternehmen. Bei den englischen Unternehmen betragen die DBOs zuletzt im Durchschnitt 26,0 Mrd. Euro, während es auf Seiten der S&P-Unternehmen 16,4 Mrd. Euro waren. Deutsche Unternehmen wiesen im Jahr 12,5 Mrd. Euro an Leistungsverpflichtungen aus und bei den eidgenössischen Unternehmen betragen diese im Durchschnitt 9,1 Mrd. Euro. Gegenüber dem Jahr 2005 sind die Verpflichtungen im Durchschnitt aller Unternehmen der betrachteten Indizes um 57,8 % angewachsen. Den größten Anstieg verzeichnen hierbei die schweizerischen Unternehmen, deren Verpflichtungen um 76,1 % anstiegen. Dies ist jedoch im Wesentlichen auf den aufwertenden Schweizer Franken im Beobachtungszeitraum zurückzuführen, der von 2005 bis 2015 gegenüber dem Euro circa 40 % an Wert gewann. Demgegenüber ist die Wechselkursrelation zwischen Euro und dem US-Dollar sowie dem britischen Pfund zwischen 2005 und 2015 nahezu unverändert geblieben, auch wenn innerhalb des Zeitraums mitunter deutliche Wertveränderungen zu verzeichnen waren, was die intertemporale Vergleichbarkeit zwischen den Ländern etwas einschränkt.³

³ So wären bspw. die Pensionsverpflichtungen US-amerikanischer Unternehmen in Euro auf Basis eines unveränderten Wechselkurses zwischen Euro und USD von 2014 auf 2015 stärker gesunken. Da der Euro jedoch im Laufe der Jahres 2015 gegenüber dem USD stark abwertete, werden in der Auswertung höhere Eurowerte ausgewiesen.



Abbildung 1: Durchschnittliche DBO, Plan Assets und Deckungslücke pro Unternehmen in Mio. Euro



Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters Datastream, Stand: August 2016.

Die Summe der von den Unternehmen ausgelagerten Assets hat im abgelaufenen Geschäftsjahr ein neues Maximum erreicht. Insgesamt lagerten die betrachteten Unternehmen 1,83 Mrd. Euro an Planvermögen aus, was gegenüber dem Jahr 2005 einer Steigerung von 51,4 % entspricht. Die Assets sind also etwas weniger stark angewachsen als die ihnen gegenüberstehenden Schulden. Auch hier stechen die britischen Unternehmen heraus, die im internationalen Vergleich mit zuletzt durchschnittlich 24,4 Mrd. Euro vergleichsweise große Planvermögen auswiesen. Während das Planvermögen der im

S&P gelisteten Unternehmen mit 13,2 Mrd. Euro schon deutlich geringer ist, fallen deutsche und schweizerische Unternehmen mit 8,1 Mrd. Euro bzw. 7,8 Mrd. Euro an ausgelagertem Vermögen deutlich ab. Erstaunlich: Während das zum Ende des Geschäftsjahres 2015 ausgewiesene Vermögen bei den Unternehmen aus den Indizes FTSE, DAX und SMI um etwa 70 % angestiegen ist, wuchsen die Assets US-amerikanischer Unternehmen um „nur“ 37,8 % an. Dies ist auf den überproportionalen Rückgang des Planvermögens im Zuge der Finanzkrise im Jahr 2008 zurückzuführen, der sich in den



traditionell stark aktienlastigen Portfolios US-amerikanischer Unternehmen besonders deutlich niederschlug, wie an späterer Stelle noch aufgezeigt wird.

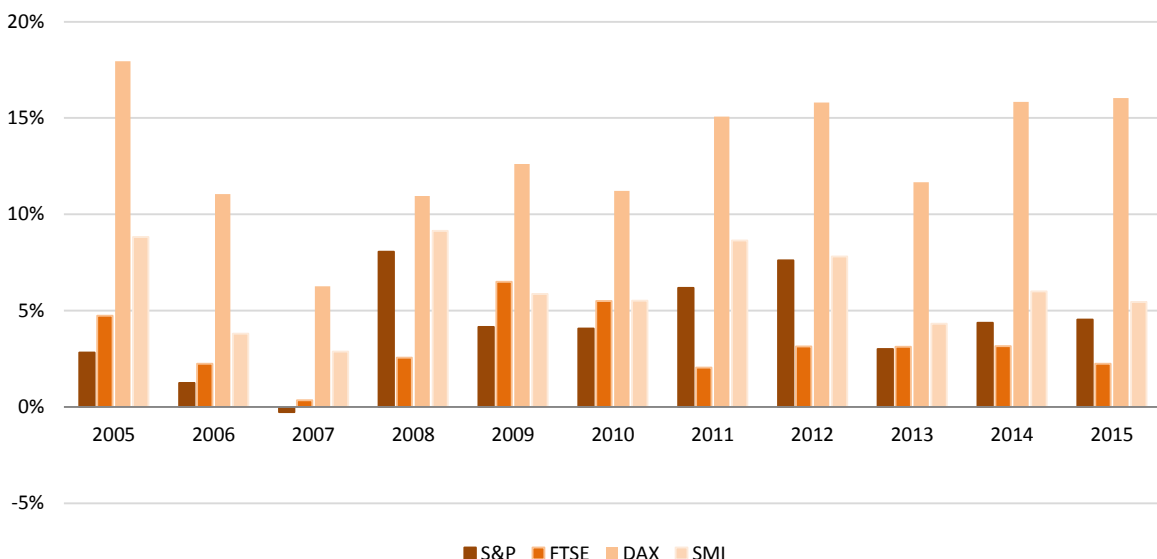
Stellt man die Verpflichtungen den ausgelagerten Assets gegenüber, so zeigen sich die höchsten Pensionsdefizite auf Seiten der deutschen Unternehmen. Zwar hatte sich die Deckungslücke hier zuletzt wieder etwas verringert, doch beträgt das durchschnittliche Defizit eines DAX-Unternehmens immer noch stattliche 4,3 Mrd. Euro. Der Ausfinanzierungsgrad lag mit 63,4 % deutlich niedriger als bei den übrigen Unternehmen, wo der Deckungsgrad je nach Betrachtungszeitpunkt zwischen 80 % und 90 % liegt. Im Jahr 2007 konnten US-amerikanische Unternehmen im Durchschnitt gar eine Vermögensüberdeckung ausweisen. Relativ betrachtet verzeichneten US-amerikanische Unternehmen jedoch die gegenüber dem Jahr 2005 deutlichste Ausweitung der Pensionslücke. Hier kletterte die Deckungslücke von 0,8 Mrd. Euro auf 3,2 Mrd. Euro. Auf Seiten der englischen Unternehmen veränderten sich Schulden und Vermögen mehr oder weniger in gleichem Umfang, so dass die Defizite über den Gesamtbetrachtungs-

zeitraum nahezu unverändert blieben. Allerdings muss bezweifelt werden, dass diese Beobachtung auch im Geschäftsjahr 2016 Bestand haben wird. Die infolge des Brexit Referendums eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen der Bank of England haben zu stark rückläufigen Anleiherenditen geführt, die starke Spuren in den Bilanzen der englischen Unternehmen hinterlassen haben dürften.

Die absolute Höhe der beschriebenen Werte hat jedoch nur eingeschränkte Aussagekraft, da die Konzerne hinsichtlich der Unternehmensgröße zwischen den Indizes recht heterogen sind. Daher ist es sinnvoll, die ermittelten Werte ins Verhältnis zum jeweiligen Marktwert des Eigenkapitals zu setzen. Schließlich erlaubt dies nicht nur eine bessere Vergleichbarkeit zwischen den Ländern. Auch der über alle Länder hinweg festgestellte deutliche Anstieg der Werte könnte sich relativieren, wenn man für das Unternehmenswachstum kontrolliert. Der Übersichtlichkeit halber wollen uns hierbei auf das Pensionsdefizit beschränken.

Betrachtet man die Relation von Pensionsdefizit zum Eigenkapital, so zeigt sich, dass sich der deutliche Anstieg der Pensionsdefizite seit 2008

Abbildung 2: Pensionsdefizit im Verhältnis zur Marktkapitalisierung



Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters Datastream, Stand: August 2016.



relativiert (Abbildung 2). So bewegen sich die entsprechenden Relationen für S&P, FTSE und SMI in einer Spanne von etwa 0 % bis 8 %. Dies gilt jedoch nicht für die DAX-Unternehmen. Bei ihnen sind die Defizite seit 2007 deutlich angestiegen und im internationalen Vergleich zudem sehr hoch. Während die Relationen von Defizit zu Marktwert bei den Konzernen aus den USA, England und der Schweiz im abgelaufenen Jahr zwischen 2 % und 5 % lagen, betrug sie bei den deutschen Konzernen circa 16 %. Nachdem die deutlichen Anstiege im Jahr 2008 noch auf die stark rückläufigen Marktwerte der Unternehmen zurückzuführen sind, können auch die seitdem deutlich gestiegenen Aktienkurse den Anstieg der Defizite nicht mehr kompensieren, so dass sich infolge dessen eine signifikante Ausweitung der relativen Pensionslücken zeigt.

Asset Allocation des Planvermögens

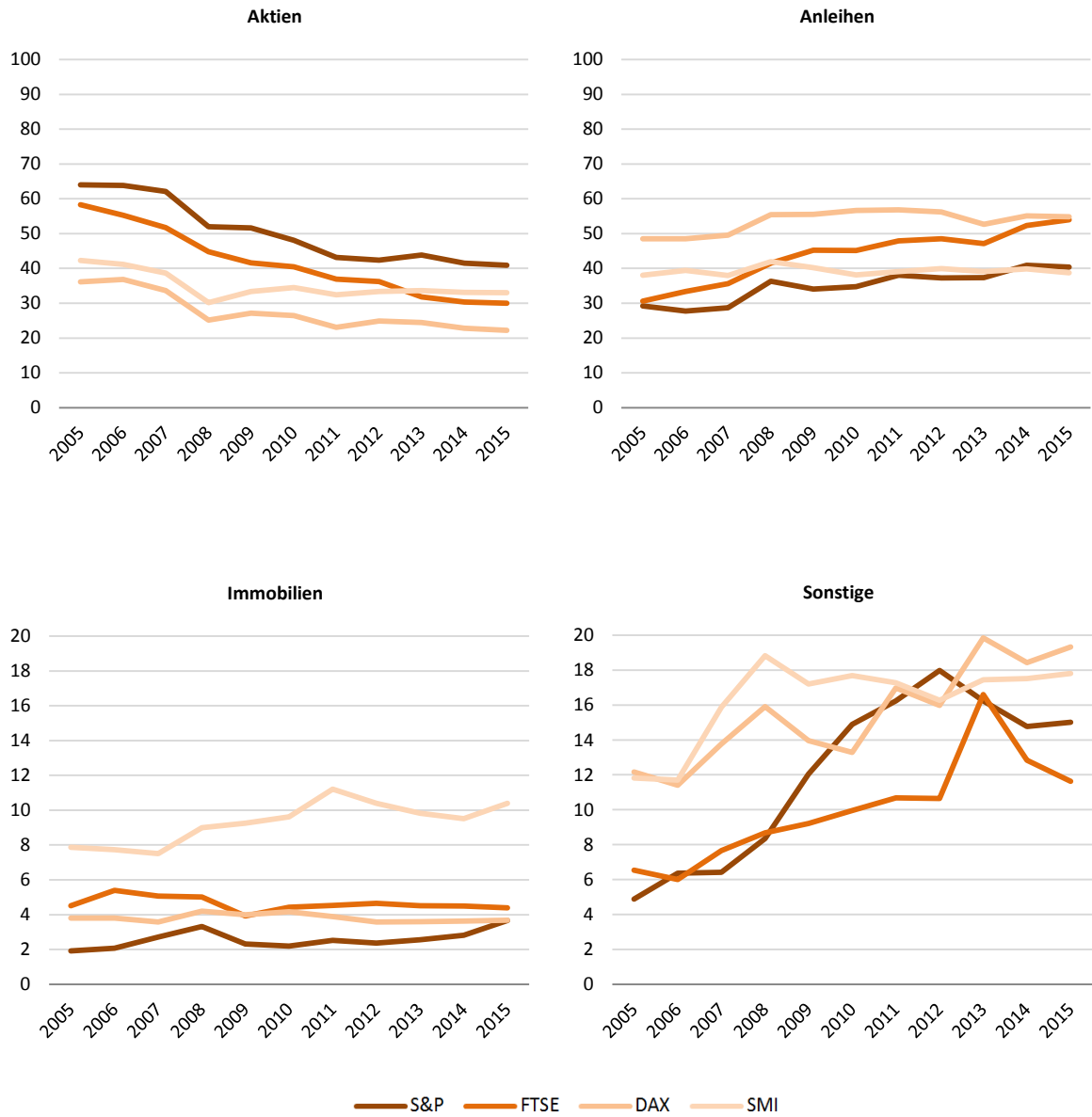
Im besten Fall steht den steigenden Pensionsverpflichtungen eine Ausweitung des Planvermögens gegenüber, so dass sich am Niveau des Pensionsdefizits nichts ändert. Für die Kapitalanlage stehen den Unternehmen grundsätzlich klassische Investitionsformen wie Aktien, Anleihen und Immobilien zur Verfügung. Aber auch alternative Investments wie Private-Equity, Anteile an Hedge-Fonds oder Infrastrukturinvestitionen erfreuen sich immer größerer Beliebtheit. Zwar haben die Unternehmen bei der Strukturierung ihres Vermögens in gewissem Maße Freiheiten, doch ist die Kapitalanlagestrategie je nach gewähltem Durchführungsweg nicht gänzlich restriktionsfrei. So unterliegen Pensionskassen hierzulande dem Versicherungsaufsichtsgesetz, das den Höchstanteil von Aktien gem. § 2 Abs. 2 AnIV auf maximal 35 % des Deckungskapitals begrenzt. Pensionsfonds hingegen unterliegen hierzulande keiner quotalen Obergrenze hinsichtlich des Aktienanteils, so dass auch Aktienquoten von 100 % möglich sind.

Wie die Auswertung in Abbildung 3 (nächste Seite) zeigt, unterscheiden sich die Planvermögen in den einzelnen Ländern in ihrer Zusammensetzung zwar teils recht deutlich. Anpassungen in der Vermögensallokation verlaufen jedoch recht gleichgerichtet. So haben die Unternehmen aller hier betrachteten Indizes ihre Aktienquoten deutlich zurückgefahren. Selbst US-amerikanische Unternehmen, bei denen der Aktienmarkt zur Finanzierung der Pensionspläne schon immer einen hohen Stellenwert hatte, weisen eine Aktienquote von nur noch 40 % auf. Zehn Jahre zuvor hatte der Aktienanteil noch stattliche 64 % betragen. Ebenso deutlich ist der Rückgang auf Seiten der britischen Unternehmen, die die Aktienquote von 58 % auf 30 % nahezu halbierten. Während der deutliche Rückgang im Jahr 2008 auf die massiven Kurseinbrüche an den Aktienmärkten zurückgeführt werden kann, so ist das Absinken der Aktienquoten in der Zeit danach, in Anbetracht deutlich gestiegener Kurse, Zeichen einer aktiven Vermögensumschichtung innerhalb der Portfolios.

Während der Bestand an Aktien deutlich reduziert wurde, wurden Anleiheinvestments massiv ausgebaut. Sehr deutlich fällt der Anstieg über die letzte Dekade bei den britischen Unternehmen aus, die den Anleihebestand von 31 % auf 54 % ausbauten. Ebenso hoch ist die Quote auf Seiten der deutschen Unternehmen, die traditionell über vergleichsweise hohe Anleihebestände verfügten. Während der Anteil von Immobilien mit Ausnahme der schweizerischen Unternehmen zwischen den Jahren 2005 und 2015 im unteren bis mittleren einstelligen Prozentbereich verbleibt, konnten alternative Investments über alle Länder hinweg deutliche Zuwächse verzeichnen. Diese Anlageform konnte deutlich vom fallenden Zinsniveau profitieren und der steigende Anteil ist Ausdruck des immer drängenderen Anlagenotstandes.



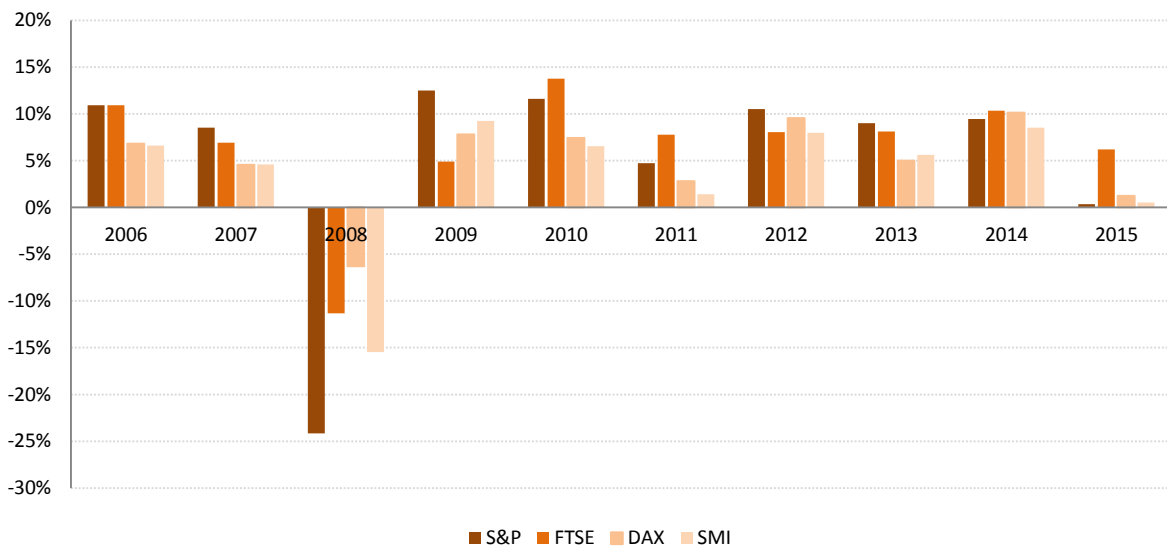
Abbildung 3: Anteil verschiedener Assetklassen in Prozent des Planvermögens



Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters Datastream, Stand: August 2016.



Abbildung 4: Erzielte Rendite auf das Planvermögen



Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters Datastream, Stand: August 2016.

Wie beschrieben, ist die Aufteilung des Vermögens auf die einzelnen Assetklassen zwischen den Ländern durchaus unterschiedlich und die Unternehmen sind in den letzten Jahren offener für alternative Investitionen geworden, um auskömmliche Rendite zu erzielen. Inwiefern die verschiedenartige Allokation des Vermögens auch Renditeunterschiede hervorgebracht hat, zeigt Abbildung 4.

In der Tat war die Performance der jeweiligen Portfolios zwischen den Indizes recht verschieden.⁴ Während die Jahre 2005 und 2006 von stabilen Renditen geprägt sind, die im Falle der aktienlastigen Planvermögen US-amerikanischer und englischer Unternehmen bei etwa 10 % und im Falle der eher anleihelastigen Planvermögen deutscher und eidgenössischer Unternehmen bei etwa 5 % lagen, kam es im Jahr 2008 zu massiven Kurseinbrüchen. Hier zeigen sich über alle Länder hinweg deutlich negative Renditen, die im Falle der US-amerikanischen Unterneh-

men im Durchschnitt -24 % betragen und im Maximum gar bei -55 % liegen. Die deutschen Konzerne litten vergleichsweise wenig unter dem deutlichen Kursverfall an den Börsen. Ihre Planvermögen verzeichneten eine negative Rendite von „nur“ etwa -6 %. In Folge der Kurs-erholung in den kommenden Jahren konnten die Unternehmen bis ins Jahr 2014 wieder deutlich positive Renditen ausweisen. Im Geschäftsjahr 2015 hingegen konnten allein die englischen Unternehmen überhaupt nennenswerte positive Rendite erzielen.

US-amerikanische und englische Unternehmen weisen über alle Jahre betrachtet recht hohe Renditen aus, während die DAX-Konzerne teilweise recht deutlich hinterherhinkten, was Ausdruck des geringen Aktienanteils im Planvermögen ist. Neben der „Outperformance“ im Jahr 2008 konnten die deutschen Unternehmen einzig in den Jahren 2012 und 2014 eine Rendite auf vergleichbarem Niveau wie die übrigen Konzerne ausweisen, was auf die starke Performance der Bondmärkte in diesen Jahren zurückgeführt werden kann. Positiv herauszustel-

⁴ Die Rendite auf das Planvermögen wurde ermittelt, indem der tatsächliche Ertrag ins Verhältnis zum durchschnittlichen Planvermögen (Mittelwert aus Jahresanfangs- und Jahresendbestand) gesetzt wurde.



len ist jedoch die geringere Schwankungsfähigkeit der Renditen der Planvermögen deutscher Unternehmen.

Rechnungszinssätze

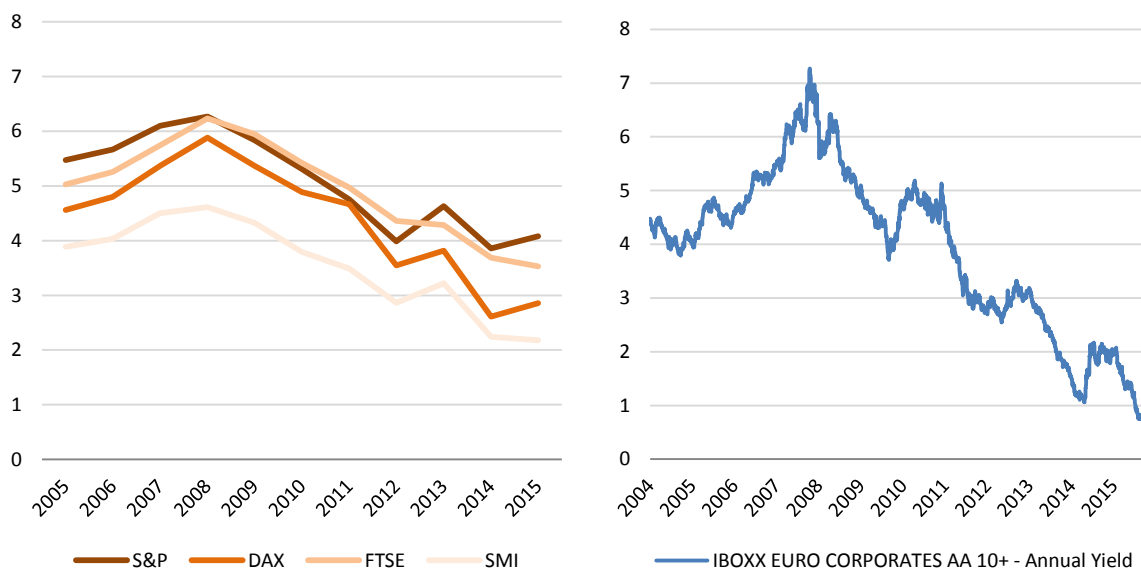
Da die Pensionsvereinbarungen Verpflichtungen darstellen, die erst in der Zukunft erfüllt werden müssen, sind die sich ergebenden Zahlungsströme auf den Bilanzstichtag zu diskontieren, um den Zeitwert des Geldes zu berücksichtigen. Das International Accounting Standards Board (IASB) bezeichnet den hierbei unterstellten Abzinsungssatz als „versicherungsmathematische Annahme mit wesentlicher Auswirkung“⁵. Diese Aussage gilt auf dem derzeitigen Zinsniveau mehr denn je. Denn die Verpflichtungen reagieren auf eine Veränderung des Zinses umso sensibler, je näher sich der Zins der Nulllinie annähert.

Abbildung 5 (links) zeigt den Median des von den Unternehmen verwendeten Diskontierungssatzes für die Unternehmen der betrachte-

ten Indizes. Der Rechnungszins näherte sich seit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008 parallel zum Kapitalmarktzins mit wenigen Ausnahmen immer weiter der Nulllinie an. Der Vergleich zwischen den Ländern zeigt, dass der von den schweizerischen Unternehmen verwendete Zinssatz dabei über den gesamten Beobachtungszeitraum hinweg deutlich unter dem der übrigen Unternehmen, was an der niedrigeren Rendite der dort ausstehenden CHF-Anleihen liegt. Der Rechnungszins lag hier zuletzt mit etwa 2,2 % nicht einmal mehr halb so hoch wie im Jahr 2008. Selbiges gilt für die DAX-Unternehmen, auch wenn das Niveau hier mit zuletzt 2,8 % etwas höher war. Deutlich höhere Zinsen konnten sowohl britische als auch insbesondere die US-amerikanischen Unternehmen ausweisen, da das Zinsniveau hier zwar auch deutlich rückläufig, aber immer noch etwas höher ist.

Wie eingangs aufgezeigt, ging aus der durchschnittlichen leichten Erhöhung des Diskontierungssatzes zum Ende des letzten Geschäftsjah-

Abbildung 5: Verwendeter Rechnungszins (links) und IBOXX EURO CORPORATES AA 10+ Annual Yield (rechts) in Prozent



Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters Datastream, Stand: August 2016.

⁵ IAS 19.84.



res ein Absinken der ausgewiesenen Verpflichtung einher. Doch zeigt die derzeitige Entwicklung, dass dieser zwischenzeitliche Anstieg nur von kurzer Dauer war. Denn wie Abbildung 5 (rechts) zeigt, haben die Renditen hochrangiger Industrianleihen im ersten Halbjahr 2016 wieder deutlich nachgegeben und liegen mittlerweile sogar unter dem Niveau, das Ende des Jahres 2014 zu beobachten war.⁶ Wer die aktuellen Sensitivitätsanalysen in den Anhängen der Geschäftsberichte analysiert, wird schnell feststellen, dass auch geringe Änderungen der Rechnungszinsen große Auswirkungen zur Folge haben. In Bezug auf die DAX-Unternehmen geht mit einem Absenken des Rechnungszinssatzes von 50 Basispunkten eine Erhöhung der Verpflichtungen um 8,5 % einher. Dies würde in absoluten Beträgen einer durchschnittlichen Erhöhung der Pensionsschulden von 1,1 Mrd. Euro entsprechen. Derzeit erscheint eine Reduzierung des Zinses um jene 50 Basispunkte eher als Mindestmaß denn als „worst-case-Szenario“. Sollte die Entwicklung anhalten, so ist eine Reduzierung des Rechnungszinses um einen ganzen Prozentpunkt wahrscheinlicher. Da sich die bilanziellen Auswirkungen mehr oder minder linear extrapolieren lassen, würde damit eine Ausweitung der Schulden um durchschnittlich etwa 2 Mrd. Euro einhergehen, die, bei ausbleibenden Erträgen auf das Planvermögen, direkt in entsprechender Höhe auf das Eigenkapital durchschlägt. Für den Durchschnitt der Unternehmen erscheint dies verkraftbar. Doch zeigt der Blick auf Ebene der Einzelunternehmen, dass dies längst nicht für alle Konzerne zutrifft. Vereinzelt dürfte man um Sonderdotierungen des Planvermögens nicht herkommen, will man ein weiteres Auseinanderklaffen der Deckungslücke vermeiden.

⁶ Für die Diskontierung wird in der Regel die Rendite von währungs- und laufzeitäquivalenten erstklassigen Industrianleihen verwendet. Exemplarisch weist Abbildung 5 (rechts) die Rendite des in der Praxis häufig herangezogenen IBoxx Euro Corporates AA 10+ aus.

Fazit

Die Analyse der internationalen Konzernbilanzen hat gezeigt, dass die Schuldenlast aus den bestehenden Pensionsvereinbarungen der Unternehmen der verschiedenen Indizes in der letzten Dekade stark angestiegen ist. Gegenüber dem Jahr 2008 hat sich der Schuldenstand infolge der gesunkenen Zinsen verdoppelt. Einige Unternehmen haben dies über entsprechende Zuwächse im Planvermögen kompensieren können. Insbesondere in den Bilanzen deutscher Unternehmen hingegen klaffen immer größere Lücken. Die Situation dürfte sich im aktuellen Geschäftsjahr aufgrund des anhaltenden Zinsverfalls noch einmal deutlich verschärfen.

Künftig stehen die Unternehmen vor einem massiven Anlagenotstand. Die seit der Finanzkrise bis zum Jahr 2014 erzielten Renditen waren auch für Portfolios mit hoher Anleihenquote sehr auskömmlich. Ob in einem Umfeld persistenter Null- oder gar Negativzinsen weiterhin mit hohen Wertbeiträgen des ausgelagerten Vermögens zu rechnen ist, muss angezweifelt werden. Da davon auszugehen ist, dass derzeit diskutierte Leitzinsanhebungen seitens der US-amerikanischen Notenbank keine nachhaltige Wende im globalen Zinsumfeld einläuten dürften, sondern vielmehr symbolischen Charakter haben, kann das Thema in seiner praktischen Relevanz kaum überschätzt werden.



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. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** 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

© 2016 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; *Autoren* Dr. Kai Lehmann und Bianca Zitzelsberger; *Redaktionsschluss* 26. August 2016.