



UNTERNEHMENSANALYSE 05/04/2017

## Fastenzeit

von KAI LEHMANN

- Die Pensionslasten der DAX 30-Unternehmen haben im abgelaufenen Geschäftsjahr eine neue Rekordmarke erreicht. In Summe wiesen die Unternehmen 396 Mrd. Euro Pensionsverbindlichkeiten aus.
- Zwar erreichten auch die ausgelagerten Planvermögen der Unternehmen mit 251 Mrd. Euro neue Höchstmarken, doch ist eben auch die verbleibende Deckungslücke mit 145 Mrd. Euro so groß wie niemals zuvor.
- Das Anschwellen der Deckungslücken ist teilweise ein hausgemachtes Problem. Durch den kontinuierlichen Abbau der Aktienbestände im Planvermögen verzichteten die Unternehmen über die letzten Jahre auf stattliche Erträge. Behalten die Unternehmen ihre stark nominalwertorientierte Vermögensallokation bei, dürfte das Problem vor dem Hintergrund anziehender Inflationsraten für einige Unternehmen künftig an Brisanz gewinnen.

Als die Zinsen im Zuge der Wahl Donald Trumps jenseits des Atlantiks im November 2016 sprunghaft anstiegen und auch zehnjährige Bundesanleihen hierzulande wieder in positives Verzinsungsterrain vordrangen, werden einige Pensionsmanager durchgeatmet haben. Schließlich hatte die jahrelange Talfahrt des Zinses zuvor dafür gesorgt, dass eine Bilanzposition umso deutlicher sichtbar wurde: Die Pensionsverbindlichkeiten. Seltener war das Zitat der Investorenlegende Warren Buffett „*You never know who's swimming naked until the tide goes out*“ treffender als bei den durch den Niedrig-

zins zu Tage getretenen Pensionsvereinbarungen der DAX Konzerne. Doch die Beruhigungspille höherer Rechnungszinsen ist womöglich nicht mehr als Homöopathie, denn eine nachhaltige Zinswende kann zumindest im Euroraum bisweilen nicht ausgemacht werden. Daher sind die hohen Pensionsdefizite keine bloß vorübergehende Herausforderung. Vielmehr drohen den Unternehmen vor dem Hintergrund ihrer stark auf festverzinsliche Vermögenswerte ausgerichtete Kapitalallokation zur Finanzierung ihrer Verpflichtungen magere Zeiten.



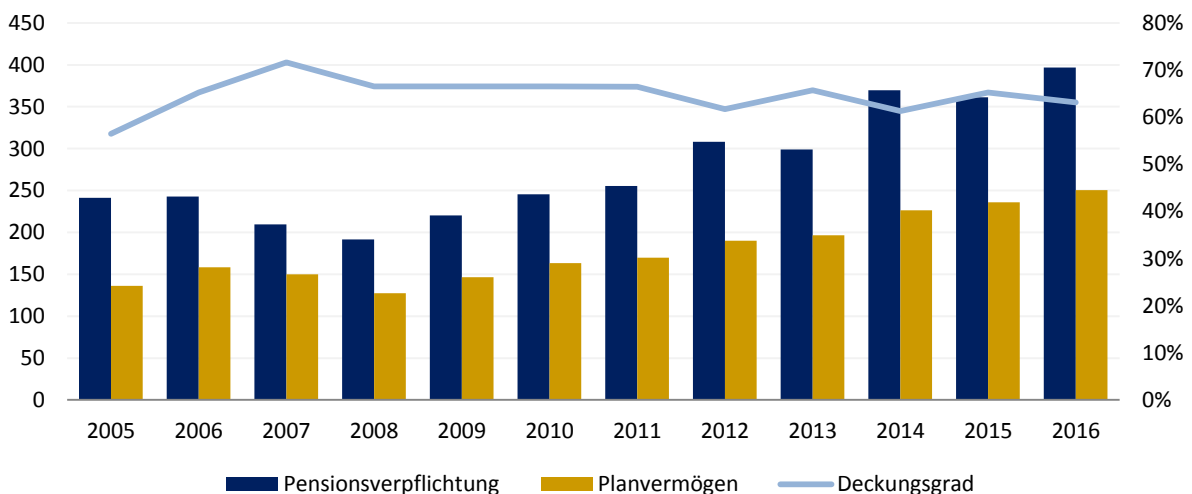
## Ausgewiesener Schuldenberg größer als je zuvor

Bei Pensionsverpflichtungen handelt es sich um ungewisse Verbindlichkeiten, deren wahrer Erfüllungsbetrag sich erst in der Zukunft konkretisiert und die erst künftig zu einem Zahlungsmittelabfluss führen. Daher sind die Verpflichtungen von den Unternehmen in den Bilanzen als Rückstellungen auszuweisen und auf den jeweiligen Bilanzstichtag abzutragen. Der hierfür heranzuziehende Rechnungszins orientiert sich an der Verzinsung laufzeit- und währungsäquivalenter erstklassiger Industrieanleihen. Hiermit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Unternehmen die Mittel erst künftig auf den Anwärter übertragen werden und das Kapital in der Zwischenzeit rentabel verwendet werden kann, etwa durch Realinvestitionen oder durch eine Anlage am Kapitalmarkt. Je geringer die unterstellte Rendite hierbei ist, desto höher der Gegenwartswert der bilanziell auszuweisenden Verpflichtungen. Folglich müssen die Unternehmen

bei einem Zins nahe der Nulllinie nahezu den gesamten bis zum Bilanzstichtag von den Arbeitnehmern bereits verdienten Betrag ausweisen.

Diese Verpflichtungen summieren sich bei den DAX 30-Unternehmen zum Ende des Jahres 2016 auf 396 Mrd. Euro auf, was einem Anstieg von 9,4 % gegenüber dem Vorjahr entspricht (Abbildung 1). Doch wird in den Unternehmensbilanzen nicht die gesamte Bruttoschuld gezeigt, sondern nur derjenige Teil, der bislang nicht durch entsprechendes Planvermögen gedeckt ist. Dieses Planvermögen hat sich auf aggregierter Basis zuletzt auf 251 Mrd. Euro erhöht (+6,5 % ggü. Vorjahr). Der Deckungsgrad, der die beiden erstgenannten Werte ins Verhältnis setzt und somit angibt, welcher Teil der Verpflichtungen bereits mit entsprechenden Mitteln hinterlegt ist, hat sich gegenüber dem Vorjahr leicht verringert und liegt nun bei 63,5 % (Vorjahr: 65,3 %). Es verbleibt somit ein aggregiertes Defizit von 145 Mrd. Euro.

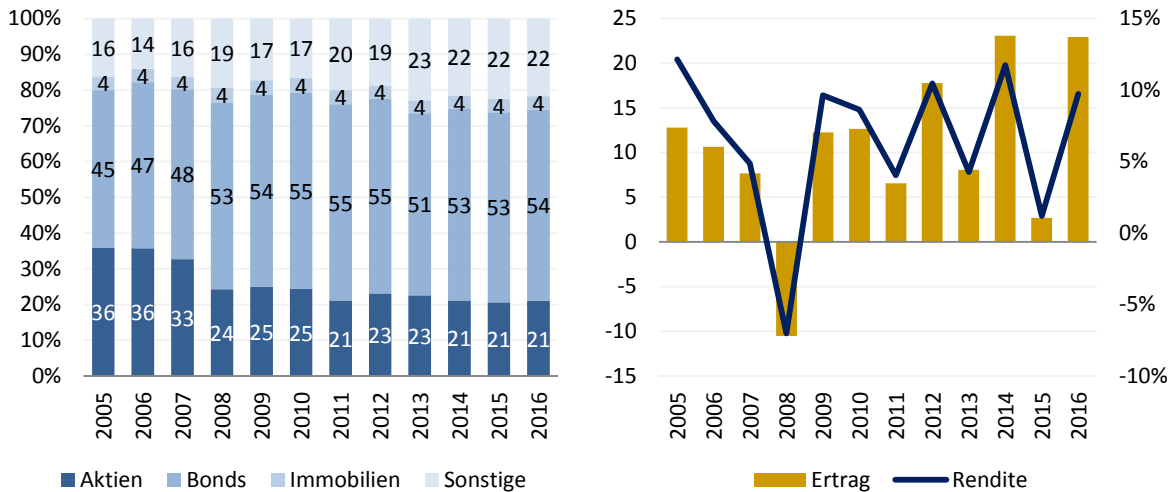
Abbildung 1: Pensionsverpflichtung und Planvermögen in Mrd. EUR sowie Deckungsgrad der DAX-30 Unternehmen im Untersuchungszeitraum.



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Geschäftsberichte, Stand April 2017.



**Abbildung 2: Asset Allocation (links) und Ertrag in Mrd. EUR bzw. Rendite des Planvermögens (rechts) der DAX-30 Unternehmen im Untersuchungszeitraum.**



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Geschäftsberichte, Stand April 2017.

Im Folgenden soll aufgezeigt werden, auf welche Anlageklassen das Planvermögen der DAX-30 Unternehmen alloziert war. Wie Abbildung 2 (links) verdeutlicht, war die Vermögensallokation der Konzerne in den vergangenen Jahren von einem kontinuierlichen Rückgang des Aktienanteils zugunsten einer stetigen Ausweitung des Bestands von Anleihen und alternativer Investments geprägt. So wurde der Aktienanteil von 36 % im Jahr 2005 auf etwa 21 % im Jahr 2016 zurückgefahren, wobei sich zuletzt zumindest eine Stabilisierung der Aktienquote ausmachen lässt. Der Anteil von Anleihen lag zuletzt bei 54 %. Während Immobilien mit einem über die Jahre stabilen Anteil von etwa 4 % von untergeordneter Bedeutung sind, erfreuen sich alternative Investitionsmöglichkeiten wie Rückdeckungsversicherungen, Private Equity-Anteile oder Infrastrukturinvestitionen immer größerer Beliebtheit. Ihr Anteil wurde von 2005 bis 2016 von etwa 16 % auf 22 % ausgeweitet.

Trotz eines hohen Anteils festverzinslicher Wertpapiere zeigt der Renditeverlauf des Planvermögens einen durchaus volatilen Verlauf, wie Abbildung 2 (rechts) zeigt. So schwankten

die Renditen in den letzten Jahren recht alternierend. Während die Unternehmen in den Geschäftsjahren 2010, 2012, 2014 und 2016 stattliche Renditen zwischen 7,8 % und 10,2 % ausweisen konnten, lagen die Werte in den Jahren 2011, 2013 und 2015 zwischen recht mageren 1,1 % und 4,1 %. Vereinzelt war ein hoher Anteil von Anleihen in der jüngeren Vergangenheit somit keinesfalls schlecht, insbesondere im Jahr 2014 als sich Anleihen im Zuge des dynamischen Zinsverfalls im Durchschnitt besser entwickelten als der Aktienmarkt. Doch zeigt die Zeitreihe, dass auch ein stark auf festverzinsliche Wertpapier ausgerichtete Portfolio deutlichen Wertschwanken unterliegt.

Auch wenn sich die Unternehmen auf der Suche nach neuen Ertragsquellen alternativen Investitionsoportunitäten öffnen (müssen), so ist die Anlagepolitik hinsichtlich der ausgelagerten Vermögenswerte auf den ersten Blick nach wie vor sehr konservativ und primär auf den Vermögenserhalt anstatt auf Renditemaximierung ausgerichtet. Dies ist vor dem Hintergrund des Zwecks der Anlage, der Finanzierung von Pensionsversprechen, auch zunächst einmal nach-

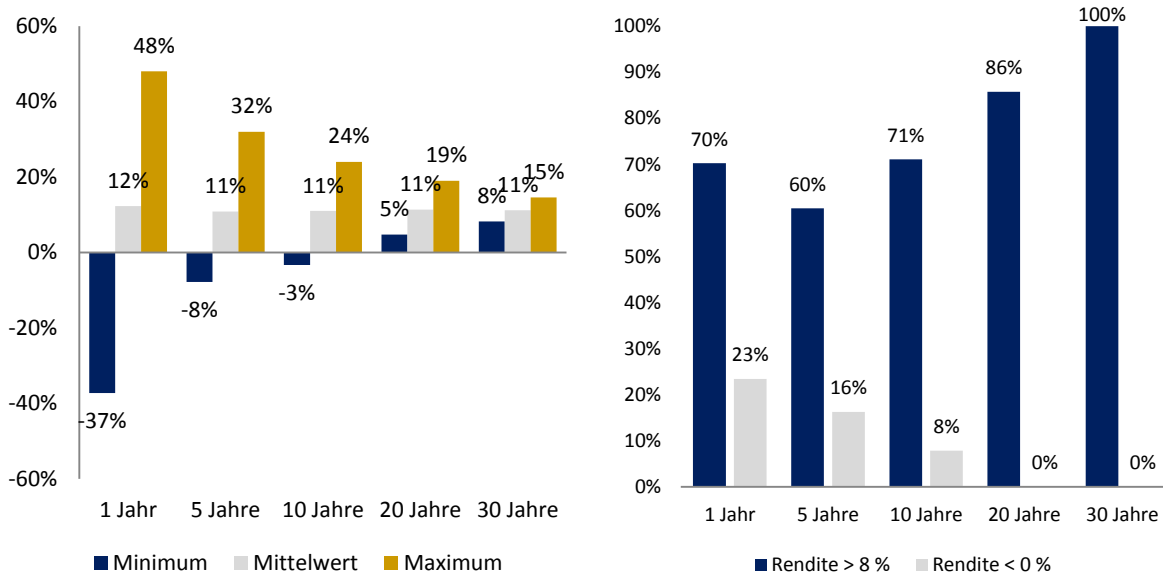


vollziehbar, kann es sich kein Unternehmen leisten, nachhaltige Einschläge im Planvermögen zu verzeichnen. Doch ist die Anlagepolitik der DAX-Konzerne nur vordergründig tatsächlich risikoscheu. Denn der niedrige Ausfinanzierungsgrad offenbart das genaue Gegenteil. Hinter den niedrigen Deckungsquote steckt das Kalkül, dass man mit den eingesparten Mitteln der rückstellungsfinanzierten Pensionsvereinbarungen Investitionen in das eigene Geschäft finanzieren kann, die dann langfristig attraktivere Renditen erbringen sollen als dies der breite Kapitalmarkt kann. Dies ist zumindest konsequent, wenn man an die nachhaltige Überlegenheit des eigenen Geschäftsmodells glaubt. Ob dies tatsächlich allerdings auch immer die dominante Strategie war, lässt sich im Nachhinein kaum messen und ist für den Geschäftsberichtsleser ohnehin nicht nachvollziehbar. Eines jedoch ist gewiss: Gerät ein Unternehmen in eine bedrohliche wirtschaftliche Schiefelage, können schwach ausfinanzierte Pensionspläne zu einem zusätzlichen Mühlstein werden.

## Teure Volaphobie

Zweifelsohne unterliegen Aktien bei kurzen Anlagehorizonten einer größeren Volatilität und sicherlich wäre kein Unternehmen gut beraten, ein aktienlastiges Portfolio zur Bedienung kurzfristiger Zahlungsverpflichtungen vorzuhalten. Doch zeigt ein Blick in die Anhänge der Geschäftsberichte, dass die durchschnittliche Duration der Verpflichtungen der DAX-30 Unternehmen zuletzt bei etwa 17 Jahren lag, so dass das von Kritikern ins Feld geführte Argument hoher Volatilität von Aktienengagements verblasst. Wie Abbildung 3 (links) exemplarisch anhand des MSCI World zeigt, konvergieren Minimum und Maximum der erzielten Renditen des Index seit seiner Auflegung im Jahr 1969 mit zunehmender Ausweitung des Anlagezeitraums gegen den langjährigen Mittelwert von 11%. Die Minimalrendite für einen 20-jährigen Zeitraum lag seitdem immerhin noch bei 5%. Während die Wahrscheinlichkeit für eine Rendite von mindestens 8% mit zunehmender Anlage-

Abbildung 3: Minimum, Mittelwert und Maximum empirischer Renditen des MSCI World in Abhängigkeit des Anlagehorizonts (links) und Renditewahrscheinlichkeiten (rechts) im Zeitraum 1969-2016.\*



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, Flossbach von Storch Research Institute, Stand April 2017.

\*Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.



dauer steigt und beispielsweise für einen 20-jährigen Investitionszeitraum immerhin bei 86 % lag, beträgt die Wahrscheinlichkeit einer negativen Rendite bei dieser Haltedauer in der Rückschau 0 % (Abbildung 3, rechts).

Im weiteren Verlauf soll anhand einer kurzen Simulation aufgezeigt werden, wie hoch die Ertragseinbußen der DAX 30-Unternehmen seit 2005 gegenüber einem stärker aktienorientierten Portfolio in der Retrospektive in etwa waren. Hierbei ist einschränkend zu erwähnen, dass die Unternehmen hinsichtlich der Anlage der Planvermögenswerte je nach spezifischem Durchführungsweg regulatorischen Hemmnissen unterliegen. Zudem fußt die Analyse wie erwähnt auf einer reinen ex-post Betrachtung, so dass die Auswertung nicht gleichsam auch für zukünftige Entwicklungen die gleiche Aussagekraft entfaltet. Dennoch erlaubt die Simulation zumindest eine Indikation über die kalkulatorischen „Opportunitätskosten“ vermeintlich risikoarmer, stark auf Anleihen ausgerichteter Portfolios.

So soll im Folgenden die Wertentwicklung eines Portfolios nachgebildet werden, das einen über die Jahre konstanten Mix von 35 % Aktien, 37,5 % Anleihen, 5 % Immobilien und 22,5 % an sonstigen Vermögenswerten aufweist. Hierbei wird unterstellt, dass die Aktienbestände hälftig in den DAX-30 und in den US-amerikanischen S&P 500 investiert werden. Die Wertentwicklung von Anleihen soll zu je einem Drittel vom deutschen REXP, dem europäischen Markt i-Boxx EUR Overall sowie dem US-amerikanischen Barclays US Aggregates abgebildet werden. Für Immobilien legen wir die Immobilienpreisentwicklung in Deutschland zugrunde und für das sonstige Vermögen unterstellen wir eine Verzinsung, die zu Vereinfachungszwecken der gleichgewichteten Durchschnittsrendite der zuvor aufgeführten Anlageklassen des jeweiligen Jahres entsprechen soll.<sup>1</sup> Die auf Basis dieser Me-

thodik ermittelten Portfoliorenditen werden in einem nächsten Schritt mit dem zu Jahresbeginn ausgewiesenen Planvermögen multipliziert, um die Erträge des Planvermögens zu simulieren.<sup>2</sup> Tabelle 1 (nächste Seite) zeigt die ermittelten Werte.

Erwartungsgemäß verzeichnet das konstruierte Portfolio aufgrund der hohen Aktienquote während der Finanzkrise deutliche Werteinbußen und die Erträge in den Jahren 2007 und 2008 liegen deutlich unter den tatsächlich erzielten. Allerdings können diese Wertminderungen in den Folgejahren mehr als wettgemacht werden, insbesondere aufgrund der starken Aktienmarktentwicklung in den Jahren 2009, 2013 und 2015. Legt man die zuvor beschriebene Allokation zugrunde, so käme man zu dem Ergebnis, dass die DAX-30 Unternehmen durch ihre im Zeitablauf immer stärker auf Anleihen ausgerichtete Vermögensallokation über die letzten 12 Jahre insgesamt 31,3 Mrd. Euro an Erträgen haben liegen lassen, was in etwa 90 Mio. Euro pro Jahr und Unternehmen entspricht. Berücksichtigt man nur all jene Unternehmen, die überhaupt über einen signifikanten Bestand an ausgelagerten Plan Assets verfügen, so entspricht dies ca. 180 Mio. Euro pro Unternehmen und Jahr.

Wie eingangs angeführt, sind die Unternehmen je nach Durchführungsweg bei ihrer Planvermögensallokation keinesfalls völlig frei von regulatorischen Restriktionen. Dies betrifft beispielsweise den maximalen Anteil von Aktien oder konkrete Anforderungen hinsichtlich der Min-

<sup>1</sup> Eine Veränderung der Anteile der jeweiligen Indizes in den einzelnen Anlageklassen verändert die Simulationsergebnisse nur unwesentlich.

<sup>2</sup> Zu Vereinfachungszwecken werden die in den Geschäftsberichten zum jeweiligen Jahresbeginn ausgewiesenen Planvermögensbestände herangezogen und nicht um die jeweiligen simulierten Erträge adjustiert.



**Tabelle 1: Renditen unterschiedlicher Anlageklassen in % und simulierte Planvermögenserträge vs. tatsächliche Erträge der DAX-30 Unternehmen in Mrd. EUR 2005 bis 2016.<sup>3</sup>**

	Anteil	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Renditen*</b>													
<b>Aktien</b>													
S&P 500	17,5%	20,9	3,6	-4,9	-33,7	22,5	23,1	5,5	14,2	26,7	29,5	12,9	15,3
DAX	17,5%	27,1	22,0	22,3	-40,4	23,8	16,1	-14,7	29,1	25,5	2,7	9,6	6,9
<b>Anleihen</b>													
REXP	12,5%	4,1	0,3	2,5	10,1	4,9	4,0	8,3	4,6	-0,5	7,1	0,5	2,3
I.Boxx €	12,5%	4,0	0,4	-0,2	-4,0	16,0	4,7	1,7	13,6	2,2	8,2	-0,7	4,7
Barclays US Agg.	12,5%	17,3	-6,4	-3,3	10,0	3,1	14,2	11,2	2,3	-6,2	20,8	12,0	5,8
<b>Immobilien</b>	5%	0,7	3,1	1,6	1,1	-1,9	0,6	2,7	3,8	4,2	4,7	5,0	6,5
<b>Sonstige</b>	22,5%	12,3	3,8	3,0	-9,5	11,4	10,4	2,5	11,3	8,6	12,2	6,6	6,9
<b>Gesamtportfolio</b>		<b>14,4</b>	<b>4,8</b>	<b>3,7</b>	<b>-13,0</b>	<b>13,6</b>	<b>12,1</b>	<b>1,7</b>	<b>12,9</b>	<b>10,7</b>	<b>13,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>
<b>Erträge*</b>													
Planvermögen zum 01.01.		105,3	136,1	158,3	150,0	127,4	146,6	163,3	169,8	190,2	196,4	226,4	235,7
<b>Simulierter Ertrag</b>	<b>147,3</b>	<b>15,1</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>-19,5</b>	<b>17,3</b>	<b>17,7</b>	<b>2,8</b>	<b>21,9</b>	<b>20,4</b>	<b>25,7</b>	<b>16,2</b>	<b>17,4</b>
<b>Tatsächlicher Ertrag</b>	<b>126,5</b>	<b>12,8</b>	<b>10,6</b>	<b>7,7</b>	<b>-10,5</b>	<b>12,2</b>	<b>12,6</b>	<b>6,6</b>	<b>17,7</b>	<b>8,1</b>	<b>23,1</b>	<b>2,7</b>	<b>22,9</b>
<b>Differenz</b>	<b>20,9</b>	<b>2,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-9,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>12,3</b>	<b>2,7</b>	<b>13,5</b>	<b>-5,6</b>

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand April 2017.

**\*Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

destverzinsung. So dürfen Pensionskassen maximal 35 % ihres Vermögens in Aktien investieren, da sie unter die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des Versicherungsaufsichtsgesetzes fallen. Bei dem zuvor genannten Ergebnis handelt es sich daher um eine stark vereinfachte Simulationsrechnung. Doch erlauben bspw. Pensionsfonds eine höchstmögliche Flexibilität, die von den Unternehmen hierzulande allerdings nach wie vor kaum genutzt wird.

### Fazit

Der Schuldenberg aus Pensionsversprechen bei den DAX-30 Unternehmen ist so groß wie nie zuvor. Obwohl die Unternehmen ihre Planvermögen im vergangenen Jahr in beträchtlichem Maße aufgepolstert haben, verbleibt ein ungedeckter Teil von 145 Mrd. Euro. Dieser Betrag muss früher oder später durch entsprechendes Unternehmensvermögen bzw. künftige

Cashflows bedient werden. Dem Streben nach vermeintlich sicheren Anlagen sind in den letzten Jahren stattliche Renditebeiträge zum Opfer gefallen. Die aktive Reduktion der Aktienbestände in den Planvermögen der DAX-Unternehmen über die letzten Jahre erscheint vor dem Hintergrund der über lange Anlagehorizonte attraktiven Rendite/Risiko-Struktur von Aktien und der ebenso langen Duration der Vereinbarungen zumindest unglücklich. Neben regulatorischen Hürden ist es wohl auch die Furcht der Pensionsmanager vor volatilen Wertentwicklungen am Aktienmarkt. Doch sollte ihnen in Zeiten des Nullzinses bei zuletzt merklich anziehenden Inflationsraten eigentlich ein anderer Umstand Schweißperlen auf die Stirn treiben: Der reale Kapitalverlust nominalwertbasierter Anlagen.

<sup>3</sup> Bei den ausgewiesenen Renditen handelt es sich um Renditen aus Sicht eines Euro-Investors.



## 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**

© 2017 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](mailto: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](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 05. April 2017