



UNTERNEHMENSANALYSE 20/4/2018

Die Pensionsansprüche der DAX-Vorstände

von KAI LEHMANN

- Die Vorstände aus dem DAX 30 verfügten zum Ende des Geschäftsjahres 2017 über Pensionsansprüche aus betrieblicher Altersversorgung (bAV) von insgesamt ca. 950 Mio. Euro. Während manche Unternehmen gänzlich auf gesonderte Altersversorgungsvereinbarungen für Vorstände verzichten, verfügen andere CEOs über Ansprüche im unteren bis mittleren zweistelligen Millionenbereich.
- Da die eigentliche Funktion der bAV, die Sicherung des Lebensstandards nach der aktiven Dienstzeit, auf der Vorstandsebene in den Hintergrund tritt und die bAV vielmehr als weitere Vergütungskomponente anzusehen ist, sollten entsprechende Anwartschaftssysteme auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet sein. Dies betrifft sowohl die Anwartschafts- als auch die Leistungsphase. Dies würde die Akzeptanz hoher Anspruchssummen sowohl auf Seiten der Eigentümer als auch seitens der Mitarbeiter stärken.

Wer es in den Vorstand eines großen Konzerns geschafft hat, der kann sich in der Regel über ein sehr stattliches Gehaltspaket freuen. Zu einer sehr auskömmlichen fixen Vergütung kommt eine in prosperierenden Zeiten regelmäßig recht üppige variable Gehaltskomponente. Da die meisten DAX-Unternehmen zuletzt sehr ordentliche Geschäftszahlen präsentierten, verwundert es nicht, dass die Gehälter der CEOs aus dem DAX zuletzt auf das Rekordniveau von durchschnittlich 7,4 Mio. Euro pro Kopf geklettert sind. Ein weiterer Gehaltsbestandteil, der von Managern ebenso geschätzt wird, der allerdings regelmäßig weitaus weniger stark im Fokus der Berichterstattung steht, sind die Zusagen aus der betrieblichen Altersversorgung, die Unternehmen ihren Vorständen gewähren.

Grundsätzlich unterscheidet man hierbei zwei Vorsorgesysteme. In der Vergangenheit waren leistungsorientierte Zusagen weit verbreitet, gerade in der Vorstandsetage. Hierbei sagt das Unternehmen dem angestellten Vorstand ein bestimmtes Leistungsniveau bei Eintritt in den Ruhestand zu, welches oftmals als prozentualer Anteil des letzten Festgehalts definiert ist und in der Regel bis ans Lebensende ausbezahlt wird. Regeln für die Finanzierung dieser Zusagen bestehen hierzulande nicht, d.h. das Unternehmen muss ab dem Zeitpunkt der Gewährung nicht zwingend Mittel für die spätere Bereitstellung zurücklegen, was den Charme dieser Zusagenform verdeutlicht. Dieser Finanzierungsvorteil geht allerdings mit dem Nachteil einher, dass sich die aus der Zusage erwachsende Schuld



nicht exakt ermitteln lässt ist, da natürlich weder die Gehaltentwicklung noch spätere Bezugsdauer absehbar sind und die Verpflichtung daher unter Verwendung komplexer versicherungsmathematischer Methoden geschätzt werden muss. Zudem ergibt sich eine Abhängigkeit der bilanziell auszuweisenden Schuldenhöhe von Faktoren, die nicht im Einflussbereich des Unternehmens liegen, wie bspw. der Entwicklung auf den Kapitalmärkten.

Aufgrund dieser Nachteile erfahren beitragsorientierte Versorgungszusagen bereits seit vielen Jahren einen Bedeutungszuwachs. Bei dieser Form der Zusagen entrichtet das Unternehmen jedes Jahr klar definierte Versorgungsbausteine an einen externen Versorgungsträger. Dieser Versorgungsträger leistet dann später die Zahlungen an den Anspruchsinhaber. Die konkrete Höhe der späteren Zahlungen ist dann unter anderem von der zwischenzeitlich erzielten Rendite der übertragenen Vermögenswerte abhängig, für die das Unternehmen jedoch nicht garantiert.

Ziel dieser Studie ist es, die Entwicklung der Vorstandspensionen bei den größten deutschen börsennotierten Unternehmen zu untersuchen. Grundlage für die Untersuchung sind die Geschäftsjahre 2012 bis 2017 der DAX 30-Unternehmen. In die Erhebung sind die Ansprüche derjenigen Personen eingeflossen, die zum jeweiligen Geschäftsjahresende dem Vorstand angehörten. Für die Ermittlung der gesondert erhobenen Ansprüche der CEOs bzw. CFOs sind die Ansprüche der Personen relevant, die zum Ende des Geschäftsjahres 2017 das Amt des Vorstandsvorsitzenden bzw. Finanzvorstandes innehatten.

1. Pensionsansprüche des Gesamtvorstandes

Analysiert man die Geschäftsberichtsdaten auf die zugesagten Versorgungsleistungen, so wird schnell deutlich, dass die Pensionsansprüche mitnichten eine vernachlässigbare Größe darstellen. Summiert man die Versorgungsansprüche aller DAX-Vorstandsmitglieder auf, die diese bis zum Ende des letzten Geschäftsjahres erworben hatten, so ergibt sich ein Gesamtbetrag von 949,3 Mio. Euro (siehe Tabelle 1 sowie Abbildung 1). Dies bedeutet, dass jedes Unternehmen seinen Vorstandsmitgliedern im Durchschnitt eine Anspruchssumme von 31,6 Mio. Euro zugesichert hat. Die Spanne der in diesen Durchschnitt eingehenden Werte ist hierbei jedoch sehr hoch. Während man bei Beiersdorf gänzlich auf die Gewährung von Versorgungsansprüchen verzichtet und man bei Adidas und SAP für den gesamten Vorstand „nur“ auf 5,3 bzw. 6,4 Mio. Euro kommt, summieren sich die Ansprüche des Vorstandes bei Volkswagen auf 125,4 Mio. Euro. Ebenso haben die Unternehmen BASF mit 90,9 Mio. Euro und Daimler mit 82,7 Mio. Euro ihren Top-Managern sehr stattliche Beträge zugesagt. Dies liegt ganz wesentlich an der Größe des jeweiligen Vorstandes, was den zwischenbetrieblichen Vergleich erschwert. Zudem ist die individuelle Dienstzeit der Mitglieder recht unterschiedlich, jedoch entscheidend bei der Einordnung der Ansprüche. Schließlich verdienen sich die Vorstände ihre in Aussicht gestellten Pensionsleistungen über viele Jahre. Dennoch wird schnell deutlich: Die Pensionssysteme unterscheiden sich also von Unternehmen zu Unternehmen erheblich.

Wie Abbildung 1 verdeutlicht, sind die aufsummierten Werte des Jahres 2017 gegenüber dem Vorjahr leicht rückläufig. Dies liegt nicht etwa daran, dass die Vorstandsmitglieder auf bereits zugesicherte Werte verzichteten. Vielmehr sind im vergangenen Geschäftsjahr einige Vorstände, die zuvor bedeutende Ansprüche angesammelt



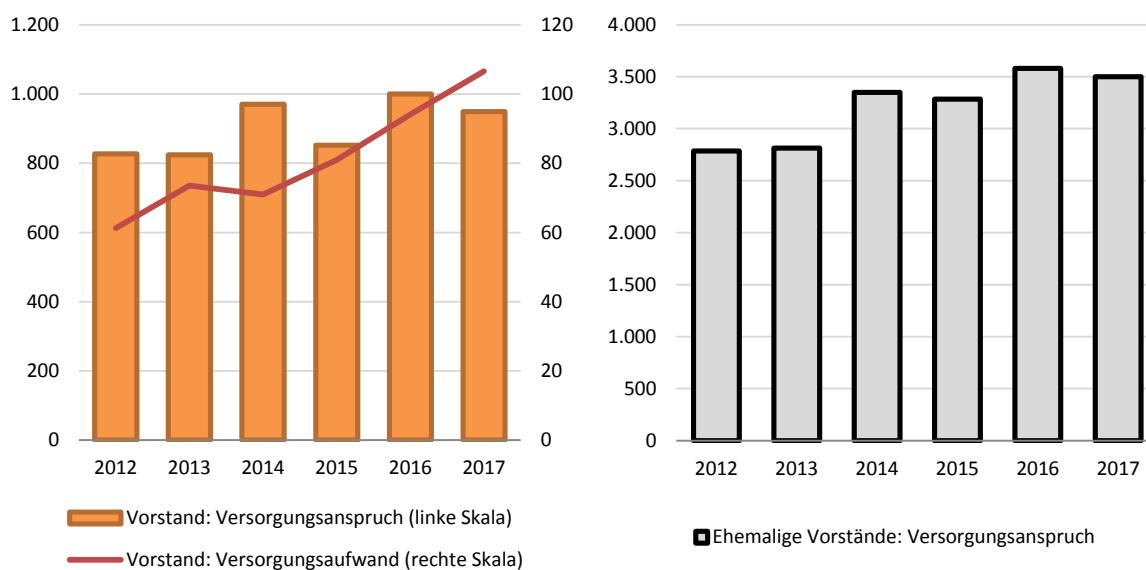
Tabelle 1: Pensionsansprüche aktueller und ehemaliger Vorstandsmitglieder der DAX 30-Unternehmen

Unternehmen <i>(alle Werte in Mio. Euro)</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Adidas	Aktueller Vorstand	19,6	20,8	32,4	24,3	16,0	5,3
	Ehemaliger Vorstand	50,8	48,3	59,5	55,4	75,3	84,7
Allianz		35,7	41,0	51,1	38,1	43,8	41,5
		105,0	100,0	102,0	122,0	126,0	137,0
BASF		54,3	55,8	81,0	62,7	77,1	90,9
		142,3	131,8	143,5	144,7	150,4	117,3
Bayer		33,4	23,5	32,2	33,5	38,4	42,0
		149,7	150,1	187,8	172,8	188,9	184,5
Beiersdorf		-	-	-	-	-	-
		37,5	37,8	40,4	40,4	43,6	39,0
BMW		29,4	24,8	31,3	23,2	23,6	22,0
		61,2	58,0	68,4	71,8	86,4	90,1
Commerzbank		17,1	19,9	28,4	27,4	30,0	21,4
		82,5	79,7	97,7	88,9	99,9	103,3
Continental		21,6	24,1	40,0	34,1	44,8	51,4
		103,6	97,2	109,8	111,6	128,9	121,5
Daimler		81,7	70,1	80,5	80,1	95,7	82,7
		225,9	217,0	263,0	235,2	252,9	270,5
Deutsche Bank		6,9	10,0	13,5	5,9	12,1	19,7
		200,9	200,9	222,8	210,1	223,0	214,2
Deutsche Börse		31,7	25,7	25,4	26,1	21,5	21,2
		41,5	54,0	64,5	71,8	74,2	69,9
Deutsche Lufthansa		na	5,4	5,0	6,9	9,5	10,8
		61,3	65,5	71,9	67,4	70,4	71,0
Deutsche Post		20,2	22,7	34,3	29,3	34,6	34,7
		78,0	72,0	104,0	94,0	97,0	95,0
Deutsche Telekom		18,2	12,2	18,3	20,5	25,6	29,1
		142,5	139,1	196,9	188,1	201,6	195,4
E.ON		39,9	43,3	46,5	33,4	26,1	27,4
		154,3	158,0	175,0	154,6	172,8	159,0
FMC		15,7	18,6	29,1	26,2	24,9	21,8
		0,6	1,5	13,5	14,0	20,5	21,9
Fresenius		12,9	16,0	24,4	30,3	31,2	31,9
		11,3	17,4	18,5	17,8	23,2	21,8
HeidelbergCement		22,6	24,6	37,2	37,5	47,5	37,4
		27,6	25,2	28,0	26,2	26,8	32,0
Henkel		10,7	13,2	18,8	22,1	26,1	24,1
		90,9	96,0	108,2	98,7	100,8	102,2
Infineon		14,6	7,1	10,2	11,1	18,2	14,2
		42,2	47,9	59,5	60,2	77,0	67,9
Linde		55,6	41,6	11,0	8,0	11,0	11,5
		33,4	32,9	58,3	58,8	59,7	58,4
Merck		16,5	18,0	32,5	33,8	49,8	28,0
		108,5	103,6	120,7	111,8	143,1	153,0
Müchener Rück		50,0	47,7	76,0	67,6	78,9	51,6
		97,0	93,2	138,1	124,1	124,3	146,3
ProSiebenSat.1		na	5,5	8,6	11,5	12,6	12,7
		8,7	10,0	11,2	11,4	14,4	14,4
RWE		22,2	9,2	11,9	11,9	13,9	12,4
		144,7	154,5	171,5	153,1	160,0	146,4
SAP		8,9	9,0	11,3	8,9	10,7	6,4
		30,6	29,2	33,8	32,8	33,9	40,0
Siemens		51,9	62,0	29,2	33,4	34,6	40,1
		181,6	192,5	234,4	228,3	216,3	191,5
ThyssenKrupp		32,3	43,8	10,2	14,4	24,0	25,1
		214,4	248,7	267,7	261,6	304,1	270,1
Volkswagen		103,5	107,7	138,0	86,6	113,5	125,4
		146,5	140,2	165,7	242,7	270,0	269,0
Vonovia		na	0,8	1,9	2,8	4,6	6,5
		12,0	10,7	13,9	13,2	14,4	14,3

Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand April 2018.



Abbildung 1: Aggregierter Versorgungsanspruch und Versorgungsaufwand aktueller und ehemaliger Vorstände der DAX 30-Unternehmen in Mio. Euro



Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand April 2018.

hatten, aus dem aktiven Dienst ausgeschieden, so bspw. der ehemalige CEO der MunichRe Nikolaus von Bomhard, dessen aufgelaufene Ansprüche bei seinem Ausscheiden im April 2017 auf 27,3 Mio. Euro aufgelaufen waren. Diese Werte fallen dann zwar aus der Berechnung der Ansprüche aktiver Vorstandsmitglieder für das Jahr 2017 heraus. Da sie aber bilanziell dennoch fortzuführen und auszuweisen sind, lassen sie sich ebenfalls erfassen. So steigt, um an das verwendete Beispiel anzuknüpfen, durch das Ausscheiden Bomhards, die Anspruchssumme ausgeschiedener Vorstandsmitglieder bei der MunichRe vom Jahr 2016 auf das Jahr 2017 von 124,3 Mio. Euro auf 146,3 Mio. Euro. In Summe betragen die zugesagten Leistungen für ehemalige Vorstände über alle DAX-Unternehmen zuletzt 3.502,6 Mio. Euro. Bei den Unternehmen mit den höchsten Anspruchssummen ehemaliger Vorstände finden sich auch hier die beiden Autohersteller Daimler und VW, bei denen sich

Werte von 270,5 Mio. Euro bzw. 269,0 Mio. Euro ergeben. ThyssenKrupp schleppt mit 270,1 Mio. Euro ähnlich hohe Pensionslasten mit sich herum.

Kommt man zurück auf die aktiven Vorstandsmitglieder so zeigen die Vergütungsberichte, dass der Versorgungsaufwand für die im letzten Geschäftsjahr neu hinzuverdienten Vorstands-pensionen über alle Unternehmen hinweg bei 106,6 Mio. Euro lag. Dies bedeutet dass jedes Unternehmen im Durchschnitt für seine Vorstände 3,6 Mio. Euro an neu hinzuverdienten Ansprüchen verbucht hat.¹ Hierbei stehen erneut Volkswagen mit 10,9 Mio. Euro und die Deutsche Bank mit 10,5 Mio. Euro heraus.

¹ Hierbei handelt es sich um den laufenden Dienstzeitaufwand. Um den Gesamtaufwand zu ermitteln, müsste dieser Wert noch um Aufwand aus der Aufzinsung der bereits bestehenden Ansprüche (Zinsaufwand) sowie um den Aufwand aus der Anpassung bestehender Ansprüche (nachzuverrechnender Dienstzeitaufwand) ergänzt werden. Diese werden von den Unternehmen allerdings nicht angegeben. Aus Gründen der Übersichtlichkeit finden sich die unternehmensindividuellen Versorgungsaufwendungen im Appendix.



2. Ansprüche der CEOs und CFOs

Die Personen an der Konzernspitze sind erwartungsgemäß die Top-Verdiener des Unternehmens. Dies ist bei den gewährten Versorgungsansprüchen nicht anders. Der durchschnittliche Pensionsanspruch eines derzeit amtierenden DAX-CEOs lag zum Ende des letzten Geschäftsjahres bei 10,5 Mio. Euro und damit auf deutlich höherem Niveau als noch zu im Jahr 2012 als dieselben Personen auf durchschnittlich 6,7 Mio. Euro kamen. Dies ist nur logisch, da die Ansprüche wie bereits erläutert über die Zeit „erdient“ werden. Zudem hat der starke Anstieg kalkulatorische Gründe. So ist der Rechnungszins in den Jahren 2012 bis 2017 von durchschnittlich 3,5 % auf 2,1 % gesunken. Sinkende Zinsen lassen die Gegenwartswerte der Verpflichtungen ansteigen. Zudem hat sich die Ertragslage vieler Unternehmen in den letzten Jahren gegenüber dem Basisjahr deutlich verbessert, so dass hierauf evtl. folgende Anpassungen bei der Festgehaltshöhe auch Effekte auf die Höhe der Versorgungsansprüche hatten.

Auch auf Ebene der einzelnen Konzernchefs zeigt sich ähnlich wie auf aggregierter Vorstandsebene eine große Spanne zwischen den einzelnen Personen. Während Daimler für Dieter Zetsche zuletzt 42,7 Mio. Euro zurücklegte, kam John Cryan, der bis vor kurzem immerhin CEO des bedeutendsten deutschen Geldinstituts war, zum Ende des letzten Geschäftsjahres auf einen Anspruch von „gerade einmal“ 1,9 Mio. Euro. Es ist offensichtlich dass die hohe Anspruchssumme Zetsches auch durch seine die mittlerweile zwölfjährige Amtszeit als CEO zu erklären ist. Daher ist es sinnvoll, die erworbenen Ansprüche auf die Zeit der bisherigen Vorstandszugehörigkeit zu verteilen. Doch selbst dann verbleiben gravierende Unterschiede zwischen den Personen, wie Tabelle 2 verdeutlicht.

Die Werte zeigen, dass die Dauer der Vorstandszugehörigkeit zwar ein entscheidender Faktor in Bezug auf die Höhe der Ansprüche ist, sie aber nicht alleine die Unterschiede erklären kann, sondern ebenso bedeutende Unterschiede in der Ausgestaltung der Pensionssysteme zwischen den Unternehmen existieren, wie bereits zuvor auf Ebene des Gesamtvorstands deutlich wurde. So kommt Bill McDermott, der jüngst als Spitzenverdiener unter den DAX Vorständen ausgemacht wurde, nach zehn Jahren im Vorstand von SAP, davon acht als CEO, auf eine Anspruchssumme von „nur“ 1,3 Mio. Euro.

Ähnlich verhält es sich bei den CFOs, bei denen das Ranking von Jörg Schneider angeführt, der bereits seit 18 Jahren das Finanzressort der MunichRe führt. Seine Ansprüche belaufen sich auf 18,4 Mio. Euro und fallen damit noch höher aus als die von Bodo Uebber, Dieter Zetsches Vorstandskollegen bei Daimler, der nach 13 Jahren im Vorstand des Konzerns auf eine Zusage von 17,3 Mio. kommt. Am anderen Ende des Rankings findet sich sein Kollege von SAP, Luka Mucic, mit erdienten Ansprüchen von lediglich 0,6 Mio. € wieder, und das nach immerhin 3,5-jähriger Amtszeit. Im Durchschnitt liegen die Ansprüche der Finanzchefs in etwa bei 40 % bis 50 % der Ansprüche der Vorstandsvorsitzenden (Abbildung 2).



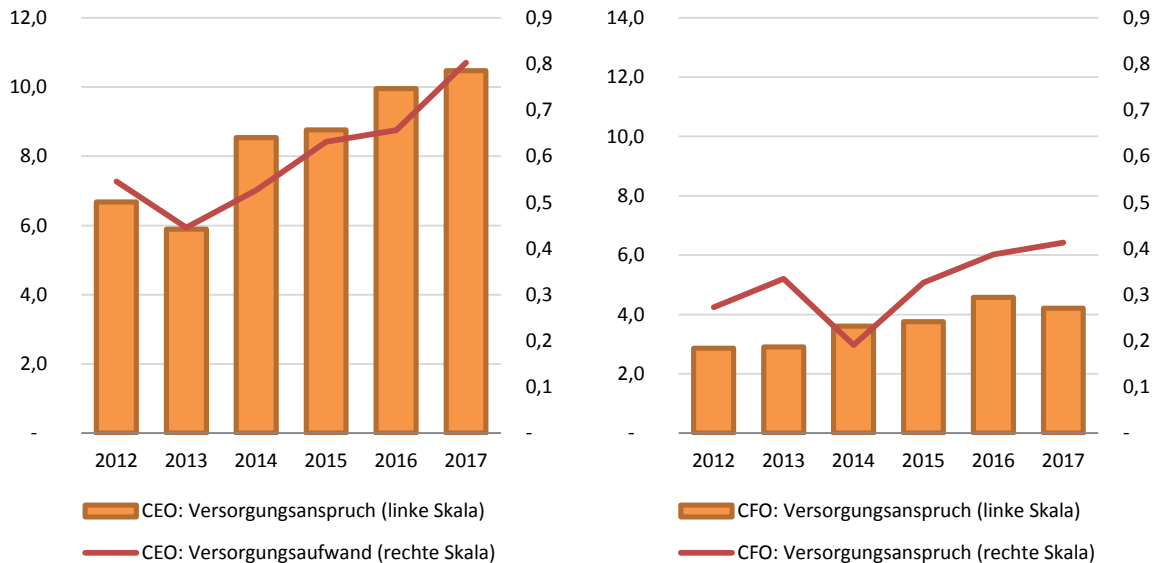
Tabelle 2: Versorgungsanspruch der zum 31.12.2017 amtierenden CEOs und CFOs der DAX 30-Unternehmen in Tsd. Euro

Unternehmen	CEO	Im Vorstand seit...	Ansprüche zum Ende GJ 2017	Anspruch/Jahr	CFO	Im Vorstand seit...	Ansprüche zum Ende GJ 2017	Anspruch/Jahr
Adidas	Kaspar Rorsted	01.08.2016	1.524	1.074	Harm Ohlmeyer	07.03.2017	386	469
Allianz	Oliver Bäte	01.01.2008	5.245	524	Dieter Wemmer	01.01.2012	2.350	391
BASF	Kurt Bock	01.01.2003	20.313	1.353	Hans-Ulrich Engel	04.03.2008	11.811	1.201
Bayer	Werner Baumann	01.01.2010	13.544	1.692	Johannes Dietsch	01.10.2014	5.919	1.819
Beiersdorf	Stefan Heidenreich	01.01.2012	0	0	Jesper Andersen	18.05.2015	0	0
BMW	Harald Krüger	01.12.2008	5.559	611	Nicolas Peter	01.01.2007	1.757	160
Commerzbank	Martin Zielke	05.11.2010	5.999	838	Stephan Engels	01.04.2012	1.945	338
Continental	Elmar Degenhart	12.08.2009	11.718	1.396	Wolfgang Schäfer	01.01.2010	9.634	1.203
Daimler	Dieter Zetsche	16.12.1998	42.738	2.243	Bodo Uebber	16.12.2003	17.263	1.228
Deutsche Bank	John Cryan	01.07.2015	1.917	765	James von Moltke	01.07.2017	464	920
Deutsche Börse	Carsten Kengeter	01.06.2015	0	0	Gregor Pottmeyer	01.10.2009	3.207	388
Deutsche Lufthansa	Carsten Spohr	01.01.2011	4.837	690	Ulrik Svensson	01.01.2017	593	593
Deutsche Post	Frank Appel	01.11.2002	20.172	1.329	Melanie Kreis	01.10.2014	1.359	418
Deutsche Telekom	Timotheus Höttinges	01.03.2009	12.183	1.378	Thomas Dannenfeldt	01.01.2014	1.201	300
E.ON	Johannes Teysen	01.01.2004	24.768	1.768	Marc Spieker	01.01.2017	830	830
FMC	Rice Powell	01.01.2004	10.004	714	Michael Brosnan	01.01.2010	5.653	706
Fresenius	Stephan Sturm	01.01.2005	5.866	451	Rachel Empey	01.08.2017	0	0
HeidelbergCement	Bernd Scheifele	01.02.2005	17.950	1.389	Lorenz Näger	01.10.2004	6.275	473
Henkel	Hans van Bylen	27.06.2005	8.053	643	Carsten Nobel	01.07.2012	3.257	591
Infineon	Reinhard Ploss	01.06.2007	4.877	472	Dominik Asam	01.01.2011	2.587	383
Linde	Aldo Belloni	20.05.2014	4.952	1.367	Sven Schneider	08.03.2017	1.369	1.671
Merck	Stefan Oschmann	01.01.2011	9.802	1.399	Marcus Kuhnert	01.08.2014	2.512	734
Müchener Rück	Joachim Wenning	27.04.2017	16	24	Jörg Schneider	01.01.2000	18.422	1.023
ProSiebenSat.1	Thomas Ebeling	01.03.2009	9.875	1.117	Jan Kemper	01.06.2017	59	101
RWE	Martin Schmitz	01.07.2012	12.391	2.250	Markus Krebber	01.10.2016	0	0
SAP	Bill McDermott	07.01.2008	1.311	131	Luka Mucic	01.07.2014	586	167
Siemens	Joe Kaeser	01.05.2006	11.195	980	Ralf Thomas	18.09.2013	4.728	1.171
ThyssenKrupp	Heinrich Hiesinger	01.10.2010	14.267	2.037	Guido Kerkhoff	01.04.2011	3.970	610
Volkswagen	Matthias Müller	01.10.2010	30.065	4.143	Frank Witter	07.10.2015	10.214	4.563
Vonovia	Rolf Buch	01.03.2013	3.065	633	Stefan Kirsten	01.01.2011	2.179	311
Summe			314.206	33.409			120.530	22.763
Mittelwert			10.474	1.114			4.018	759

Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand April 2018.



Abbildung 2: Durchschnittlicher Versorgungsanspruch und Versorgungsaufwand der zum 31.12.2017 amtierenden CEOs und CFOs der DAX 30-Unternehmen



Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand April 2018.

Fazit

Die Vorstandspensionen gehen bei der Diskussion um die Angemessenheit von Vorstandsgehältern häufig unter. Doch zeigen die erhobenen Werte, dass die Ansprüche alles andere als eine zu vernachlässigende Größe sind. Ein ausgewogenes Vergütungssystem sollte dazu beitragen, fähige Manager zu motivieren, langfristig an das Unternehmen zu binden und eine nachhaltige Unternehmensentwicklung zu fördern. Pensionszusagen spielen hierbei nach wie vor eine große Rolle, wobei die eigentliche Funktion der bAV auf der Vorstandsetage zumeist in den Hintergrund tritt, da die Begünstigten ohnehin Eigenvorsorge betreiben können. Die Beurteilung der Angemessenheit von gewährten Pensionszusagen sollte stets auf Basis eines mehrjährigen Betrachtungszeitraums und immer im Kontext der gewährten Gesamtvergütung erfolgen. Allerdings ist eine Einschätzung aufgrund mangelnder Transparenz nach wie vor nur eingeschränkt möglich.

Wie die Auswertung der Geschäftsberichte ergab, verfügen manche CEOs bereits heute über Ansprüche im unteren bis mittleren zweistelligen Millionenbereich, so dass es um den materiellen Lebensstandard der Begünstigten vor dem Hintergrund einer ohnehin stattlichen Vergütung wohl auch nach dem Ende der aktiven Dienstzeit nicht schlecht bestellt scheint. Aufsichtsräte täten unseres Erachtens gut daran, bestehende Systeme regelmäßig zu überprüfen und bei offensichtlichen Fehlentwicklungen anzupassen. Ansonsten könnten sowohl die gewährten Summen als auch die Gestaltungshöhe des Aufsichtsrates in puncto Vergütungsstruktur künftig unter nachlassender Akzeptanz leiden – sowohl auf Seiten der Eigentümer als auch bei Mitarbeitern. Nachlassende Motivation oder gar drohende Abwanderung sollten bei intrinsisch motivierten Top-Managern kaum als Gegenargumente dienen können.



APPENDIX

Tabelle 3: Jährlicher Versorgungsaufwand für den Gesamtvorstand bei den DAX 30-Unternehmen in Tsd. Euro

Unternehmen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Adidas	674	940	2.849	1.757	4.753	3.147
Allianz	4.006	4.113	4.466	3.752	4.763	4.211
BASF	3.911	4.732	4.174	3.781	3.302	7.456
Bayer	2.501	1.805	1.716	2.891	3.902	3.907
Beiersdorf	0	0	0	0	0	0
BMW	1.342	2.183	2.101	2.655	2.809	3.136
Commerzbank	3.186	3.900	2.995	1.474	3.099	3.248
Continental	3.964	4.965	2.415	4.890	4.708	7.166
Daimler	2.450	2.459	2.780	3.485	2.826	1.973
Deutsche Bank	3.366	2.729	4.240	6.424	9.077	10.462
Deutsche Börse	1.374	2.588	1.339	2.102	2.773	1.807
Deutsche Lufthansa	1.400	1.314	1.755	2.090	2.380	3.166
Deutsche Post	2.687	2.574	2.563	2.398	2.337	2.269
Deutsche Telekom	2.730	3.323	2.444	3.234	3.081	3.628
E.ON	2.766	3.031	1.505	1.566	1.724	1.621
FMC	na	1.545	1.700	4.101	3.087	3.016
Fresenius	na	1.226	1.394	1.932	2.044	2.157
HeidelbergCement	1.785	1.852	1.853	2.589	2.417	3.645
Henkel	2.224	2.605	2.628	3.084	3.182	3.167
Infineon	248	525	502	734	568	914
Linde	1.498	2.092	1.229	2.105	954	1.113
Merck	na	2.465	2.143	4.190	2.817	3.168
Müchener Rück	5.007	4.971	4.865	6.105	6.482	6.413
ProSiebenSat.1	466	503	503	651	697	804
RWE	767	590	475	581	810	229
SAP	1.269	1.135	973	990	606	889
Siemens	6.152	6.053	7.913	4.805	4.616	6.755
ThyssenKrupp	1.238	1.267	2.560	2.397	3.423	4.459
Volkswagen	4.253	6.103	4.410	3.376	9.347	10.872
Vonovia	na	na	460	825	1.459	1.808
Summe	61.265	73.588	70.948	80.963	94.041	106.605
Mittelwert	2.356	2.538	2.365	2.699	3.135	3.554

Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand April 2018.



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

© 2018 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* 13. April 2018