



UNTERNEHMENSANALYSE 20/4/2018

Leichter Rückgang der Pensionsdefizite der DAX 30-Unternehmen

Nur ein kurzes Durchatmen (?)

von KAI LEHMANN

- Die Pensionsverpflichtungen der DAX 30-Unternehmen waren im letzten Jahr leicht rückläufig, liegen mit 381 Mrd. Euro jedoch auf dem zweithöchsten jemals ausgewiesenen Wert. Ebenso gesunken sind die Pensionsdefizite.
- Dass dieser Rückgang eine nachhaltige Trendumkehr einläutet, muss allerdings bezweifelt werden. Nachhaltig niedrige Zinsen im Euroraum und eine stark nominalwertorientierte Vermögensallokation dürften dies verhindern.

Wer jüngst die Schlagzeilen aus der Wirtschaftspresse zum Thema betriebliche Altersversorgung verfolgt hat, könnte den Eindruck gewonnen haben, dass es um die Pensionsvereinbarungen der deutschen Konzerne gut bestellt sei: „Die Pensionsvermögen der DAX 30-Unternehmen erreichen eine neue Rekordmarke“¹ oder „DAX-Pensionslücke verringert sich auf Zehn-Jahres-Tief“² war hier zu lesen. Auch wenn diese Überschriften nach Entwarnung klingen, sie geben die Wirklichkeit nicht treffgenau wider.

Fakt ist: Die Pensionsverpflichtungen der DAX 30-Unternehmen türmten sich zum Ende des letzten Geschäftsjahres auf einen Wert von ca. 381 Mrd. Euro.³ Dies entspricht zwar einem leichten Rückgang von ca. 17 Mrd. oder -3,9 % gegenüber dem Vorjahr, von Entwarnung auf breiter Front kann jedoch keine Rede sein. De facto handelt es sich um den zweithöchsten jemals von den Großkonzernen ausgewiesenen Schuldenberg. Strukturell hat sich an dem Problem der klaffenden Pensionslücke kaum etwas geändert. Der Rückgang hat vielmehr zu bedeutenden Teilen rein kalkulatorische Gründe.

¹ <https://www.mercer.de/newsroom/dax-30-unternehmen-neue-rekordmarke-bei-pensionsvermoegen.html>
letzter Abruf am 05. April 2018.

² <https://www.finance-magazin.de/finanzabteilung/bilanzierung/dax-pensionsluecke-verringert-sich-auf-zehn-jahres-tief-2011541/>
letzter Abruf am 05. April 2018.

³ Datengrundlage sind die zum 31. Dezember 2017 im DAX-30 enthaltenen Unternehmen. Für die unternehmensindividuellen Daten siehe Appendix Tabellen 2 bis 4.



So ist der Rechnungszins, mit dem die künftigen Verpflichtungen diskontiert werden, gegenüber dem Vorjahr leicht angestiegen. So verwendeten die DAX-Unternehmen einen Zins von durchschnittlich 2,2 % nach 2,1 % im Vorjahr. Diese Entwicklung ist allerdings lediglich durch die drei Unternehmen Infineon, Siemens und ThyssenKrupp bedingt, deren Abschlussstichtag abweichend von den übrigen Unternehmen im Herbst liegt und die im vorherigen Geschäftsjahr aufgrund der zu diesem Zeitpunkt extrem niedrigen Zinsen mit einem Diskontsatz von 1,2 % bis 1,7 % rechnen mussten. Bei diesen Unternehmen zeigen sich folgerichtig auch die deutlichsten Reduktionen der rechnerischen Verpflichtungen. Bei den übrigen Unternehmen blieb der Zinssatz gegenüber dem Vorjahr in etwa konstant, so dass sich über alle Unternehmen die beschriebene leichte Erhöhung des Rechnungszinses ergibt. Dass mit einer geringfügigen Änderung dieses Inputparameters jedoch bereits eine teils deutliche Veränderung der Anwartschaftsbarwerte einhergehen kann, wird im weiteren Verlauf gezeigt.

Der zweite wichtige Grund für die Reduktion des Pensionsdefizits liegt in den gestiegenen Planvermögen, die zum Schluss des letzten Geschäftsjahres 258 Mrd. Euro betragen und somit in der Tat einen neuen Höchststand erreichten. Diese Steigerung um ca. 8 Mrd. Euro gegenüber dem Vorjahr ist wiederum auf zwei Faktoren zurückzuführen. Zum einen haben die Unternehmen im abgelaufenen Geschäftsjahr vergleichsweise hohe Dotierungen vorgenommen. Diese fallen mit aufsummiert 13,0 Mrd. Euro (Vorjahr: 10,7 Mrd. Euro) so hoch aus wie seit zehn Jahren nicht mehr. So hat allein Daimler sein Pensionsvermögen im letzten Jahr um 3,7 Mrd. Euro aufgepolstert. Zwar erfolgten über alle Unternehmen hinweg im gleichen Zeitraum insgesamt 10,3 Mrd. Euro an Pensionszahlungen über die ausgelagerten Vermögen, jedoch bleibt somit immer noch eine Nettozuführung

von 2,7 Mrd. Euro. Zum anderen konnten sich die Unternehmen über Zins- und Kapitalerträge sowie Kurssteigerungen ihrer ausgelagerten Assets freuen. Hierbei lag die Rendite mit durchschnittlich 5,0 % in etwa auf dem Niveau des langjährigen Mittels von 5,2 %, insbesondere gegenüber dem Vorjahr, in dem eine Rendite von 8,1 % erzielt werden konnte, fiel sie jedoch eher mäßig aus.⁴ Dennoch ergibt sich hieraus ein aggregierter Ertrag von 13,0 Mrd. Euro. Deutliche Belastungen gingen aus der Aufwertung des Euros hervor, die im vergangenen Jahr Währungsverluste von insgesamt 5,8 Mrd. Euro verursachten, da ein nicht unerheblicher Anteil des Vermögens außerhalb des Euro-Raums angelegt ist. Da jedoch gleichzeitig der Gegenwart der Verpflichtungen außerhalb des europäischen Währungsraums in nahezu gleichem Umfang gesunken ist, ist der Währungseffekt auf das Pensionsdefizit neutral.

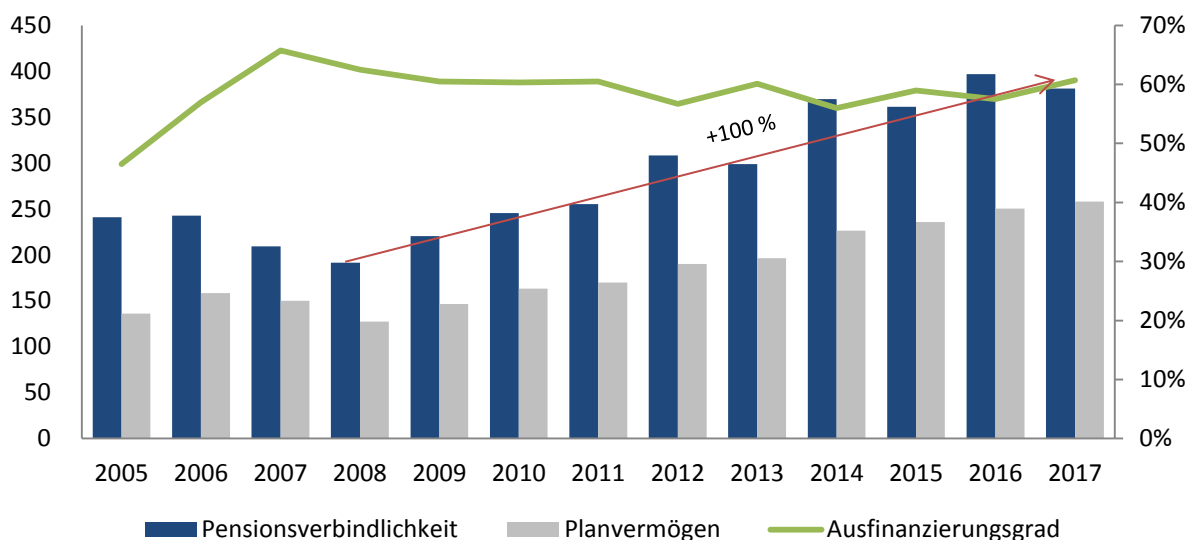
Der leichte Rückgang der Verbindlichkeiten und die leichte Erhöhung des ausgelagerten Vermögens führt in Summe zu sinkenden Pensionsdefiziten, welche zum Ende des letzten Geschäftsjahres 123,0 Mrd. Euro und damit 23,1 Mrd. Euro weniger als im Vorjahr betragen. 24 der 30 DAX-Unternehmen konnten ihre Deckungsquote erhöhen, die Ausfinanzierungsquote beträgt nun 60,7 %, nach 57,5 % im Vorjahr.

Die leichte Reduktion der Pensionslücke ist ohne Frage erfreulich. Jedoch muss festgehalten werden, dass sowohl die Verbindlichkeiten als auch die Defizite auf dem zweifachen Niveau des Jahres 2008 liegen (Abbildung 1). An der Gewinnsituation läuft der leichte Rückgang der Defizite übrigens weitestgehend vorbei, da diese Bewertungseffekte nicht in der Gewinn- und

⁴ Die Rendite wurde ermittelt, indem sowohl die kalkulatorischen Zinserträge als auch die versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste aufsummiert wurden und durch das durchschnittlich investierte Vermögen (dividiert wurden (Erträge/(Planvermögen zu Jahresbeginn + Planvermögen zum Jahresende/2)).



Abbildung 1: Pensionsverbindlichkeiten und Planvermögen (in Mrd. Euro) sowie Ausfinanzierungsgrad der DAX 30-Unternehmen.



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

Verlustrechnung abgebildet werden, sondern als versicherungsmathematischen Gewinn und Verluste im sonstigen Ergebnis verbucht werden.

Bei der Finanzierung ihrer Verpflichtungen setzen die Unternehmen weiterhin auf festverzinsliche Wertepapiere. So beträgt der Anteil dieser Assetklasse 51,4 %. Dies stellt einen leichten Rückgang von gut zwei Prozentpunkten gegenüber dem Vorjahr dar, der aber nicht etwa auf eine Erhöhung der Aktienquote zurückzuführen ist. Diese ist mit 20,5 % auf einen neuen historischen Tiefstand gefallen. Vielmehr wächst die Bedeutung alternativer Investments, wie Private-Equity Anteilen, Infrastrukturinvestitionen oder Versicherungsverträgen. Diese kommen mittlerweile auf eine Quote von 24,0 %. Es erstaunt, dass Unternehmen alternativen Investments offenbar durchaus aufgeschlossen gegenüberstehen, Beteiligungen am unternehmerischen Produktivkapital aber offenbar aufgrund vermeintlich hoher Risiken scheuen.

Auch im vergangenen Jahr haben die Unternehmen in Anbetracht des guten Aktienjahres 2017 wieder auf beträchtliche Renditebeiträge verzichtet. So lagen die Renditen beim DAX bei 12,5 %, beim MSCI World bei 7,5 % und beim S&P 500 immerhin noch bei 6,9 %.⁵ Dass der Verzicht auf höhere Aktienquoten besonders auf lange Sicht zu erheblichen Renditeeinbußen führen kann, haben wir bereits an anderer Stelle gezeigt.⁶ Zukünftig drängt sich jedoch die Frage auf, inwieweit es den Unternehmen gelingt, in einem Umfeld des Null- und Negativzinses auskömmliche Renditen zu verdienen. Im vergangenen Jahr konnte kaum einer der wichtigsten Anleiheindizes mit einer positiven Wertentwicklung aufwarten und der Bestand vergleichsweise hochverzinsster Anleihen dürfte in der nahen Zukunft eher weiter schwinden. Betrachtet man die erwarteten Auszahlungen der Unternehmen

⁵ In Euro.

⁶ Siehe Lehmann (2017): Fastenzeit, Studie des Flossbach von Storch Research Institutes, abrufbar unter: http://www.fvs-ri.com/files/17.04.05_fastenzeit.pdf, letzter Abruf: 05. April 2018.



über die nächsten zehn Jahre, so lässt sich ermitteln, dass in etwa eine Rendite von 5 bis 6 Prozent nötig ist, um die Substanz des Planvermögens nicht aufzuzehren. Zurückblickend lagen die erzielten Renditen in etwa in diesem Korridor. Künftig dürfte es vor dem Hintergrund der aufgezeigten Entwicklung allerdings zunächst schwierig werden, diese Rendite mit der bestehenden Vermögensallokation zu erzielen.

Um den derzeitigen Ausfinanzierungsgrad zu erhalten, dürften die Unternehmen somit auch weiterhin nicht umhinkommen, einen teils recht stattlichen Anteil des Cashflows für das Aufpolstern des Planvermögens in die Hand zu nehmen.⁷ Diese Mittel stehen dann weder für Sachanlageinvestitionen oder für Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten noch für Dividenden oder Aktienrückkäufe zur Verfügung.

Bei Betrachtung der Sensitivitätsrechnungen zu den Pensionsverbindlichkeiten wird schnell klar, dass eine weitere Reduktion des Rechnungszinses auf dem derzeitigen Zinsniveau teils tiefe Einschnitte in den Unternehmensbilanzen hinterlassen könnte. Wie unsere Auswertung zeigt,

würde ein erneutes Absinken des Diskontierungszinses um 50 Basispunkte, die ausgewiesenen Verpflichtungen um 8,4 % steigen lassen.⁸ Die Spanne reicht hierbei von 6,6 % bis 11,4 % und ist somit im Vergleich zu den resultierenden Eigenkapitaleffekten recht eng. Letztere reflektieren die Relevanz der Pensionslasten für einige Unternehmen sehr deutlich. Während das Eigenkapital mancher Unternehmen selbst bei einer signifikanten Veränderung des Rechnungszinses um 50 Basispunkte kaum tangiert wäre, ergäben sich bei anderen Unternehmen Schwankungen von mehr als einem Viertel des Ausgangswerts. Auch wenn eine derartige Abhängigkeit vom Rechnungszins sicherlich nicht wünschenswert ist, profitieren die Unternehmen, bei denen die Sensitivität recht hoch ist, andererseits auch deutlich von Zinssteigerungen, wie in der jüngeren Vergangenheit gesehen. So konnte bspw. ThyssenKrupp im Zuge der Anhebung des Rechnungszinses zum 30. September 2017 von 1,4 % auf 2,0 % eine Verringerung der DBO von 719 Mio. Euro bzw. 6,6 % der Verpflichtung verzeichnen. Das ausgewiesene Eigenkapital stieg allein aufgrund dieses Effekts um 34,2 %⁹.

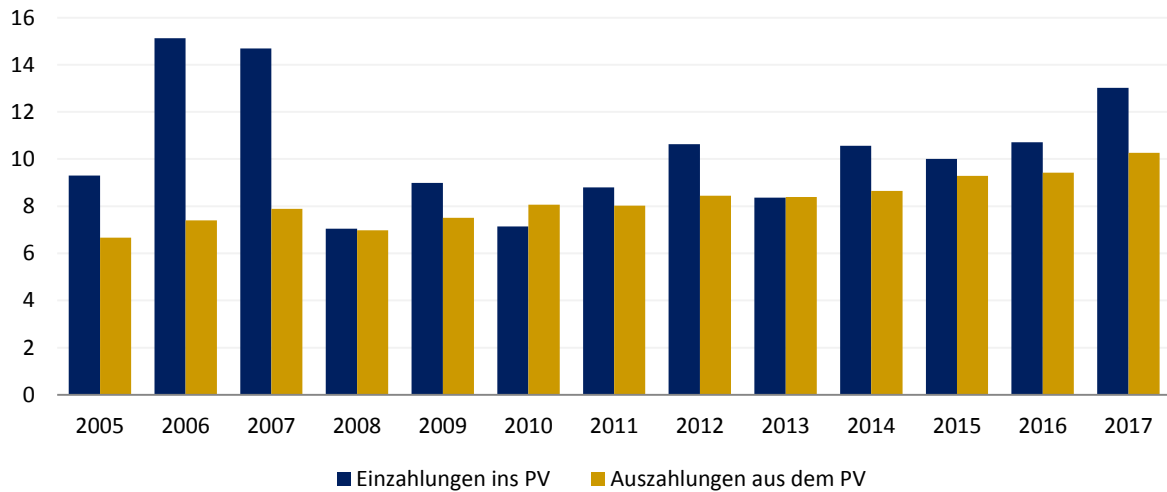
⁷ Da die Sicherung der Pensionsansprüche im Falle einer Insolvenz über den Pensions-Sicherungs-Verein erfolgt, sind die Unternehmen hierzulande nicht verpflichtet, eine bestimmte Deckungsquote vorzuhalten.

⁸ Die meisten Unternehmen simulieren im Anhang des Geschäftsbericht ein derartiges Szenario. Bei einigen Gesellschaften mussten die Werte jedoch extrapoliert werden, da eine von 50 Basispunkten abweichende Zinsveränderung unterstellt wurde, beispielsweise 25 oder 75 Basispunkte. Hierdurch können sich leichte Unschärfen bei den ermittelten Effekten ergeben.

⁹ Eigenkapital ohne die Ansprüche nicht beherrschender Anteile.

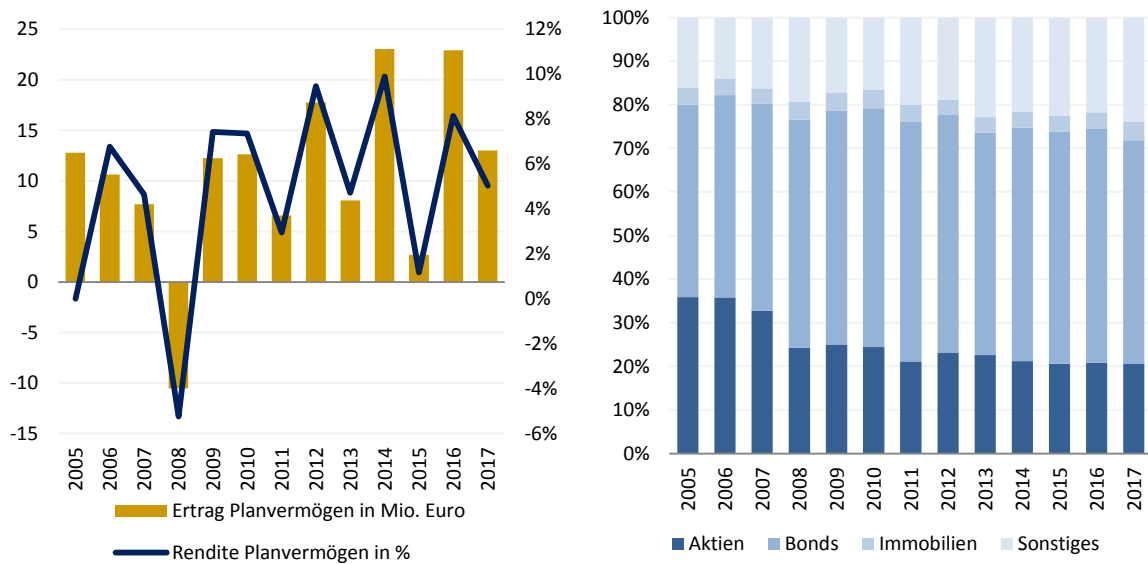


Abbildung 2: Ein- und Auszahlungen in das/aus dem Planvermögen sowie Auszahlungen über den Cashflow bei den DAX 30-Unternehmen in Mrd. Euro.



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

Abbildung 3: Ertrag (in Mrd. Euro) und Rendite des Planvermögens sowie Asset-Allocation bei den DAX 30-Unternehmen.



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



Tabelle 1: Sensitivitätsanalyse zu den Pensionsverpflichtungen in Abhängigkeit vom Rechnungszins

Unternehmen	Veränderung der Verpflichtung bei Veränderung des Rechnungszinses um ...		Veränderung der Verpflichtung in Mio. Euro bei Veränderung des Rechnungszinses um ...		Eigenkapital ¹⁰	Veränderung des Eigenkapitals bei Veränderung des Rechnungszinses um ...	
	+50 BP	-50 BP	+50 BP	-50 BP		+50 BP	-50 BP
MITTELWERT	-7,3%	8,4%				5,7%	-6,6%
MEDIAN	-7,5%	8,5%				2,7%	-3,1%
ADIDAS	-8,4%	9,7%	-41	47	6.450	0,6%	-0,7%
ALLIANZ	-6,8%	7,6%	-1.600	1.800	65.553	2,4%	-2,7%
BASF	-7,2%	8,2%	-1.930	2.200	33.837	5,7%	-6,5%
BMW	-9,0%	11,4%	-2.037	2.585	54.112	3,8%	-4,8%
BAYER	-7,5%	8,5%	-1.831	2.088	36.801	5,0%	-5,7%
BEIERSDORF	-8,2%	9,5%	-131	151	5.104	2,6%	-3,0%
COMMERZBANK	-8,4%	9,6%	-787	909	28.877	2,7%	-3,1%
CONTINENTAL	-8,0%	9,3%	-512	592	15.828	3,2%	-3,7%
DAIMLER	-7,5%	8,2%	-2.368	2.616	64.023	3,7%	-4,1%
DEUTSCHE BANK	-7,0%	7,7%	-1.310	1.435	63.174	2,1%	-2,3%
DEUTSCHE BOERSE	-7,7%	8,8%	-39	45	4.841	0,8%	-0,9%
DEUTSCHE POST	-6,3%	7,9%	-1.088	1.374	12.637	8,6%	-10,9%
DEUTSCHE TELEKOM	-5,7%	7,0%	-653	804	30.734	2,1%	-2,6%
E ON	-7,8%	8,7%	-1.221	1.365	4.007	30,5%	-34,1%
FRESENIUS MED.CARE	-8,5%	9,8%	-67	77	9.820	0,7%	-0,8%
FRESENIUS	-8,7%	10,0%	-145	167	13.661	1,1%	-1,2%
HEIDELBERGCEMENT	-6,3%	7,9%	-325	407	14.558	2,2%	-2,8%
HENKEL PREF.	-6,4%	7,5%	-347	408	15.576	2,2%	-2,6%
INFINEON	-8,0%	8,9%	-83	93	5.636	1,5%	-1,7%
LINDE	-8,0%	9,1%	-540	615	14.182	3,8%	-4,3%
DEUTSCHE LUFTHANSA	-8,2%	9,5%	-1.717	1.992	9.495	18,1%	-21,0%
MERCK KGAA	-9,3%	10,8%	-438	508	14.003	3,1%	-3,6%
MUENCHENER RUCK.	-9,0%	10,6%	-534	627	28.012	1,9%	-2,2%
PROSIEBENSAT.1	NA	NA	NA	NA	1.225	NA	NA
RWE	-7,3%	8,3%	-1.855	2.108	6.759	27,4%	-31,2%
SAP	-5,9%	6,6%	-80	89	25.509	0,3%	-0,3%
SIEMENS	-6,0%	6,7%	-2.227	2.472	43.089	5,2%	-5,7%
THYSSENKRUPP	-6,3%	6,8%	-620	674	2.890	21,5%	-23,3%
VOLKSWAGEN PREF.	-8,8%	10,2%	-3.853	4.462	97.761	3,9%	-4,6%
VONOVIA	-7,1%	7,6%	-38	41	16.082	0,2%	-0,3%

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

¹⁰ Eigenkapital ohne die Ansprüche nicht beherrschender Anteile.



Fazit

Die Unternehmen aus dem DAX 30 konnten ihre Pensionslücke im vergangenen Jahr etwas schließen. Leicht höhere Rechnungszinsen sowie signifikante Zuführungen haben die Unternehmen davor bewahrt, dass sich der Trend der Vorjahre ungehindert fortsetzt und die durch den Niedrigzins hervorgetretenen Defizite weiter anschwellen. Doch kann von Entwarnung unseres Erachtens keine Rede sein. Die über die letzten Jahre zutage getretene Finanzierungslücke verschwindet nicht von heute auf morgen allein durch das Adjustieren versicherungsmathematischer Bewertungsparameter. Vielmehr wird es auch künftig massiver Dotierungen bedürfen, um den Ausfinanzierungsgrad zumindest auf dem aktuellen Niveau zu halten. Unterstützend wirken würde hierbei eine stärker auf Realwerte ausgerichtete Vermögensallokation und eine Fortführung des Trends hin zu bei-

tragsorientierten Pensionssystemen. Dies hätte nicht nur den Effekt, dass sich die Konzerne freimachen könnten von Bewertungsmethoden, die in ganz erheblichem Maße auf Inputparametern fußen, die außerhalb des unternehmerischen Einflussbereichs liegen, jedoch ganz entscheidenden Einfluss auf das Eigenkapital haben. Für den Geschäftsberichtsadressaten würde darüber hinaus die Transparenz und Verlässlichkeit der Finanzberichterstattung erhöht und die von ihm eingeforderten Risikoprämien reduziert. Das zu Beginn dieses Jahres in Kraft getretene Betriebsrentenstärkungsgesetz, das reine Beitragszusagen ohne garantierte Mindestverzinsungen vorsieht, ist ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu einer flexibleren und somit chancenreicheren Kapitalanlage bei der Finanzierung unternehmerischer Pensionsschulden. Ob die Unternehmen diese Chancen nutzen, bleibt abzuwarten.



APPENDIX

Tabelle 2: Pensionsverbindlichkeiten, Planvermögen, Pensionsdefizit und Ausfinanzierungsgrad der DAX 30-Unternehmen in den Jahren 2016 und 2017.

Unternehmen	Pensionsverbindlichkeiten		Planvermögen		Pensionsdefizit		Ausfinanzierungsgrad	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<i>Alle Angaben in Mio. Euro</i>								
SUMME	396.791	381.318	250.602	258.244	146.189	123.074		
MITTELWERT	13.225	12.706	8.353	8.607	4.870	4.100	57,5%	60,7%
MEDIAN	8.510	8.087	4.799	4.741	2.510	2.463	61,5%	69,6%
ADIDAS	516	482	178	218	338	264	34,5%	45,2%
ALLIANZ	23.316	23.597	14.048	14.428	9.268	9.169	60,3%	61,1%
BASF	27.603	26.871	19.460	20.648	8.143	6.223	70,5%	76,8%
BMW	22.899	22.710	18.315	19.477	4.584	3.233	80,0%	85,8%
BAYER	28.995	24.492	17.936	16.539	11.059	7.953	61,9%	67,5%
BEIERSDORF	1.606	1.591	910	945	696	646	56,7%	59,4%
COMMERZBANK	9.729	9.421	8.765	8.982	964	439	90,1%	95,3%
CONTINENTAL	6.529	6.380	2.684	2.549	3.844	3.831	41,1%	40,0%
DAIMLER	31.173	31.744	23.384	27.215	7.789	4.529	75,0%	85,7%
DEUTSCHE BANK	19.113	18.646	18.519	18.211	594	435	96,9%	97,7%
DEUTSCHE BOERSE	493	508	325	363	168	144	65,9%	71,6%
DEUTSCHE POST	17.723	17.381	12.286	13.084	5.437	4.297	69,3%	75,3%
DEUTSCHE TELEKOM	11.427	11.462	2.990	3.102	8.437	8.360	26,2%	27,1%
E ON	16.392	15.713	12.383	12.093	4.009	3.620	75,5%	77,0%
FRESENIUS MED.CARE	813	793	327	291	486	501	40,2%	36,7%
FRESENIUS	1.671	1.671	532	526	1.139	1.145	31,8%	31,5%
HEIDELBERGCEMENT	5.605	5.140	5.012	4.770	593	370	89,4%	92,8%
HENKEL PREF.	5.561	5.432	4.586	4.712	975	720	82,5%	86,7%
INFINEON	1.136	1.040	532	474	604	566	46,8%	45,6%
LINDE	7.290	6.753	5.853	5.619	1.437	1.134	80,3%	83,2%
DEUTSCHE LUFTHANSA	21.442	21.006	13.092	15.917	8.350	5.089	61,1%	75,8%
MERCK KGAA	4.698	4.707	2.386	2.452	2.312	2.255	50,8%	52,1%
MUENCHENER RUCK.	6.095	5.924	3.388	3.253	2.707	2.671	55,6%	54,9%
PROSIEBENSAT.1	26	27	0	0	26	27	0,0%	0,0%
RWE	26.334	25.316	19.602	19.999	6.732	5.317	74,4%	79,0%
SAP	1.321	1.357	1.181	1.223	140	134	89,4%	90,1%
SIEMENS	42.176	36.871	28.809	27.668	13.367	9.203	68,3%	75,0%
THYSSENKRUPP	10.878	9.920	2.348	2.271	8.530	7.649	21,6%	22,9%
VOLKSWAGEN PREF.	43.689	43.829	10.749	11.192	32.940	32.637	24,6%	25,5%
VONOVIA	544	535	23	22	522	513	4,1%	4,2%

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



Tabelle 3: Zuführung, Zahlungen, Ertrag und Rendite der Planvermögen der DAX 30-Unternehmen in den Jahren 2016 und 2017.

Unternehmen	Zuführung zum Planvermögen		Zahlungen aus dem Planvermögen		Ertrag des Planvermögens		Rendite des Planvermögens	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<i>Alle Angaben in Mio. Euro</i>								
SUMME	10.707	13.026	9.428	10.263	22.912	13.001		
MITTELWERT	369	449	325	354	790	448	8,1%	5,0%
MEDIAN	127	105	154	227	666	308	7,2%	5,6%
ADIDAS	6	36	3	4	11	11	6,3%	5,6%
ALLIANZ	334	276	413	456	970	620	7,1%	4,4%
BASF	207	1.102	627	919	1.267	1.460	6,6%	7,3%
BMW	827	1.165	676	637	2.315	998	13,1%	5,3%
BAYER	1.030	718	514	516	1.559	1.575	9,2%	9,1%
BEIERSDORF	13	15	14	17	25	42	2,8%	4,5%
COMMERZBANK	119	155	80	132	1.046	262	12,6%	3,0%
CONTINENTAL	107	105	123	268	154	160	5,9%	6,1%
DAIMLER	2.427	3.692	868	910	1.576	1.485	7,2%	5,9%
DEUTSCHE BANK	422	491	700	806	2.147	419	11,7%	2,3%
DEUTSCHE BOERSE	29	23	14	13	9	30	3,0%	8,7%
DEUTSCHE POST	1.162	701	481	465	1.143	947	9,7%	7,5%
DEUTSCHE TELEKOM	264	10	32	31	90	153	3,1%	5,0%
E ON	871	195	672	668	1.327	565	10,2%	4,6%
FRESENIUS MED.CARE	105	1	29	20	13	24	4,4%	7,6%
FRESENIUS	107	10	35	27	31	31	6,5%	5,9%
HEIDELBERGCEMENT	127	63	280	305	838	315	17,3%	6,4%
HENKEL PREF.	185	112	280	227	365	320	8,2%	6,9%
INFINEON	24	20	22	19	47	6	9,2%	1,2%
LINDE	75	41	230	238	666	328	11,3%	5,7%
DEUTSCHE LUFTHANSA	153	1.950	135	123	685	1.155	5,4%	8,0%
MERCK KGAA	35	36	38	51	120	164	5,1%	6,8%
MUENCHENER RUCK.	75	84	54	78	401	-1	12,9%	0,0%
PROSIEBENSAT.1	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA
RWE	637	476	953	980	1.907	1.125	9,9%	5,7%
SAP	NA	NA	NA	NA	100	5	9,1%	0,4%
SIEMENS	618	861	1.694	1.924	3.282	308	11,7%	1,1%
THYSSENKRUPP	72	105	154	121	123	94	5,3%	4,1%
VOLKSWAGEN PREF.	680	582	308	307	695	400	6,8%	3,6%
VONOVIA	0	0	1	1	1	1	4,4%	3,6%

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



Tabelle 4: Rechnungszins und Vermögensallokation der Planvermögen der DAX 30-Unternehmen in den Jahren 2016 und 2017.

Unternehmen	Rechnungszins		Anteil von Aktien		Anteil von Bonds		Anteil von Immobilien		Anteil von Sonstigen	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<i>Alle Angaben in Mio. Euro</i>										
MITTELWERT	2,1	2,2	20,8	20,5	53,7	51,4	3,7	4,2	21,8	24,0
MEDIAN	2,1	2,1	22,0	21,1	55,3	53,2	2,8	2,7	16,6	19,3
ADIDAS	2,1	2,3	33,1	11,9	19,1	11,9	7,3	22,9	40,4	53,2
ALLIANZ	1,9	1,8	12,0	12,3	53,7	51,5	4,7	5,1	29,6	31,1
BASF	2,3	2,1	28,0	29,0	53,0	52,0	4,0	3,0	15,0	16,0
BMW	2,2	2,1	14,0	12,2	70,6	71,0	5,6	5,1	9,8	11,6
BAYER	2,2	2,2	28,5	34,5	60,4	55,1	5,2	5,3	5,9	5,1
BEIERSDORF	1,8	1,9	22,9	26,6	46,9	42,0	21,0	21,1	9,2	10,4
COMMERZBANK	1,9	2,0	8,6	9,7	71,1	67,8	0,0	0,0	20,3	22,5
CONTINENTAL	2,4	2,3	23,9	21,4	50,7	53,2	4,4	3,5	20,9	21,9
DAIMLER	2,2	2,0	36,6	27,8	54,3	52,1	2,4	2,0	6,6	18,1
DEUTSCHE BANK	2,1	2,1	10,6	11,2	75,2	72,0	2,0	2,2	12,1	14,6
DEUTSCHE BOERSE	1,7	1,8	0,0	0,0	83,4	71,1	0,0	0,0	16,6	28,9
DEUTSCHE POST	2,4	2,3	20,0	20,1	49,4	49,4	14,8	15,8	15,8	14,7
DEUTSCHE TELEKOM	1,6	1,6	26,6	42,3	62,5	51,4	1,9	1,8	9,0	4,5
E ON	2,4	2,3	22,0	22,0	52,0	52,0	3,0	4,0	23,0	22,0
FRESENIUS MED.CARE	3,3	3,3	24,8	24,7	75,2	75,3	0,0	0,0	0,0	0,0
FRESENIUS	2,6	2,5	28,0	27,4	63,5	61,0	0,0	0,0	8,5	11,6
HEIDELBERGCEMENT	3,0	2,7	18,3	14,2	59,3	60,6	2,5	2,6	19,9	22,7
HENKEL PREF.	2,3	2,2	30,7	31,3	67,3	69,6	0,0	0,0	2,0	-0,9
INFINEON	1,2	1,9	25,0	27,9	55,3	53,6	4,1	3,4	15,6	15,1
LINDE	2,6	2,5	19,2	20,4	59,9	58,3	3,3	2,0	17,6	19,3
DEUTSCHE LUFTHANSA	2,1	2,0	31,4	31,1	45,6	43,8	5,5	4,7	17,5	20,3
MERCK KGAA	1,9	1,9	30,6	33,2	40,6	39,0	4,3	3,8	24,6	23,9
MUENCHENER RUCK.	2,2	2,1	8,0	4,0	49,0	41,0	1,0	1,0	42,0	54,0
PROSIEBENSAT.1	2,0	2,0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
RWE	2,0	2,1	20,3	21,1	57,4	58,3	0,3	0,1	22,0	20,5
SAP	1,8	1,8	10,0	8,6	8,0	10,8	4,1	4,4	77,8	76,2
SIEMENS	1,7	2,4	18,1	17,0	56,9	55,0	2,5	NA	22,5	27,9
THYSSENKRUPP	1,4	2,0	34,5	37,0	52,5	50,0	0,0	0,0	13,0	13,0
VOLKSWAGEN PREF.	2,8	2,7	18,0	17,0	65,8	61,9	2,8	2,8	13,4	18,3
VONOVIA	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	100,0

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* 05. April 2018