



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 16/5/2019

# **Pensionslasten im DAX: Die Trendwende bleibt aus!**

von KAI LEHMANN

Zusammenfassung

Die Schuldenlast, die viele DAX-Konzerne aufgrund ihrer Pensionsversprechen drückt, ist unverändert hoch. Wie der vorliegende Beitrag zeigt, dürfte die Finanzkraft einiger Konzerne über viele Jahre hinweg unter den zu schließenden Pensionsdefiziten leiden. Da mit einer alsbaldigen Rückkehr zu den Zinsniveaus aus der Vergangenheit nicht zu rechnen ist, gewinnt eine stärker chancenorientierte Allokation des Planvermögens zunehmend an Bedeutung. Das Gegenargument erhöhter Volatilität vermag in Anbetracht der Langfristigkeit der Vereinbarungen nicht zu greifen.

Abstract

The debt burden that many DAX companies are weighing on due to their pension promises remains high. As this article shows, the financial strength of some corporations is likely to suffer for many years from the pension deficits to be closed. Since a return to the interest rate levels of the past cannot be expected in the near future, a more opportunity-oriented allocation of plan assets is becoming increasingly important. In view of the long-term nature of the agreements, the counterargument of increased volatility is not effective.



## Motivation

Spätestens seitdem auf dem Kapitalmarkt der Niedrigzins Einzug gehalten hat, ist die Schuldenlast, die viele der DAX-30 Konzerne aufgrund ihrer üppigen Pensionszusagen drückt, mit aller Wucht zu Tage getreten. Wie ein Mühlstein wirkt die Pensionslast insbesondere bei denjenigen Unternehmen, die es in der Vergangenheit versäumt hatten, die zur Bedienung der Schulden notwendigen finanziellen Mittel auszulagern und rentierlich anzulegen. Zu groß war scheinbar der Charme, die Zusagen über Rückstellungen zu finanzieren, im Vertrauen darauf, dass die notwendigen Mittel in der Zwischenzeit über das operative Geschäft verdient werden. Ganz nach dem Motto der Investorenlegende Warren Buffett *“You only learn who has been swimming naked when the tide goes out...”*<sup>1</sup>, offenbarten die in den letzten Jahren kontinuierlich sinkenden Rechnungszinsen mehr und mehr, dass diese Rechnung bei vielen Konzernen offenbar nicht aufging.

*Pensionsversprechen sind nicht in vollem Umfang sichtbar.*

Dass die Bilanzierungslogik aus dem Blickwinkel des Bilanzierers durchaus reizvoll ist, wird schnell offensichtlich: Sichert ein Unternehmen einem Arbeitnehmer im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung bei Renteneintritt einen bestimmten Geldbetrag zu, so schlägt sich diese Vereinbarung nicht gleich in vollem Umfang bilanziell nieder. Vielmehr wird der Barwert der Vereinbarung, also der um erwartete Kapitalmarktrenditen abgezinsten Betrag, ausgewiesen. Dieser Abzinsungseffekt ist durchaus signifikant. Unterstellt man beispielsweise eine einmalige Kapitalzahlung in Höhe von 100.000 €, die in 20 Jahren fällig wird, so muss das Unternehmen hierfür zum Zeitpunkt der Zusage bei einem Rechnungszins von 4 % mit 45.639 Euro nicht einmal die Hälfte des zugesicherten Betrages zurückstellen. Sinkt der herangezogene Rechnungszins jedoch auf 1 %, eine gegenwärtig durchaus realistische Annahme, so erhöht sich der Barwert zum gleichen Zeitpunkt auf 81.954 Euro, was einem Anstieg von etwa 80 % gegenüber dem 4%-Szenario entspricht.

Dem könnte man entgegenhalten, dass die Vermögen, die zur Bedienung dieser Schulden ausgelagert wurden, vom Zinsverfall ebenso profitiert haben. Schließlich gehen mit der Zinsentwicklung Vermögenspreissteigerungen über verschiedene Anlageklassen hinweg einher. Diese haben unzweifelhaft auch die Planvermögen erfasst. Jedoch gilt es zu bedenken, dass die Pensionsverbindlichkeiten der deutschen Großkonzerne nur zu etwa zwei Drittel mit entsprechendem Vermögen unterlegt

---

<sup>1</sup> Warren Buffett, Berkshire Hathaway, Letter to the Shareholders 2008.



sind. Zudem war das vergangene Jahr sowohl am Aktien- als auch am Anleihenmarkt das wohl herausforderndste seit der Finanzkrise, was bei so manchem Konzern insbesondere zum Ende des Jahres zu schmerzhaften Ein-schlägen beim Planvermögen geführt hat.

Richtet man den Blick nach vorne, so muss man konstatieren, dass die ausgelagerten Planvermögen stark auf Staats- und Unternehmensanleihen ausgerichtet sind. Dies ist vor dem Hintergrund der erodierenden Verzinsungen neu emittierter Anleihen problematisch. Wollen Unternehmen die bestehenden Pensionsdefizite verringern, so werden sie nicht umhinkommen, ihre Anlagepolitik zu überdenken und/oder das Pensionsvermögen kräftig aufzustocken. Die hierfür verwendeten Mittel fehlen dann an anderer Stelle, etwa für Investitionen oder Dividenden.

Vor dem Hintergrund dieser Gemengelage untersucht der vorliegende Beitrag den gegenwärtigen Stand der Pensionsdefizite deutscher Konzerne und knüpft somit an unsere vorherigen Untersuchungen zu diesem Themenkomplex an. Grundlage für die Untersuchung sind die DAX-30 Unternehmen. Ein besonderer Fokus wird auf die Planvermögen und die Sensitivitäten im Hinblick auf die künftige Zinsentwicklung gelegt.

### **Auswertung zum Stand der Pensionsverbindlichkeiten der DAX 30-Unternehmen**

*Die durchschnittliche DAX-Pensionslücke beträgt 4 Mrd. Euro.*

Insgesamt haben die DAX-30 Unternehmen zum Ende des vergangenen Geschäftsjahrs 365,7 Mrd. Euro an Pensionsverbindlichkeiten ausgewiesen (**Tabelle 1**).<sup>2</sup> Dies entspricht einem Rückgang von 10,1 Mrd. Euro gegenüber dem Vorjahr.<sup>3</sup> Die ausgelagerten Planvermögen waren mit insgesamt 245,9 Mrd. Euro gegenüber 252,2 Mrd. Euro ebenso leicht rückläufig, so dass das aggregierte DAX-Pensionsdefizit mit 123,7 Mrd. Euro gegenüber 119,8 Mrd. Euro im Vorjahr mehr oder minder konstant geblieben ist. Dies bedeutet, dass bei jedem einzelnen DAX-Konzern eine durchschnittliche Lücke von etwa 4 Mrd. Euro zu konstatieren ist.

Nun mag dieser Wert in Anbetracht eines durchschnittlichen Konzerneigenkapitals von knapp 30 Mrd. Euro auf den ersten Blick nicht sonderlich spektakulär anmuten. Doch entspricht dieses Defizit in etwa dem Wert, den die DAX-Unternehmen innerhalb eines Geschäftsjahres durch ihr operatives Geschäft in Summe verdienen. Zudem ist die Situation zwischen den einzel-

---

<sup>2</sup> Da das DAX-Unternehmen Wirecard keine leistungsorientierten Pensionsverpflichtungen ausweist, wird es fortan aus der Analyse ausgenommen.

<sup>3</sup> Aus Gründen der Übersichtlichkeit wird auf die detaillierte Darstellung von Vorjahreswerten in Tabelle 1 verzichtet.



nen Unternehmen sehr heterogen und einige der analysierten Unternehmen leiden weitaus stärker unter den in der Vergangenheit gemachten Pensionsversprechen, so dass eine Analyse auf Einzelunternehmensebene lohnenswert ist.

In Bezug auf die absolute Höhe der Pensionsverbindlichkeiten führen die Unternehmen Volkswagen (43,9 Mrd. Euro), Siemens (35,9 Mrd. Euro) und Daimler (31,6 Mrd. Euro) die Liste im DAX an. Unternehmen, bei denen die Vereinbarungen absolut gesehen keine große Relevanz haben, sind neben dem Unternehmen Wirecard, das keinerlei leistungsorientierte Vereinbarungen ausweist, die Unternehmen Adidas (515 Mio. Euro), Deutsche Börse (536 Mio. Euro) und Vonovia (542 Mio. Euro).

Unter den Unternehmen mit den größten Planvermögen finden sich mit Siemens (28,8 Mrd. Euro), Daimler (25,4 Mrd. Euro) und BASF (19,3 Mrd. Euro) Unternehmen, die zugleich auch hohe Verpflichtungen zu schultern haben. Volkswagen hingegen, als Unternehmen mit den höchsten Pensionsschulden, kommt „lediglich“ auf ein ausgelagertes Planvermögen von 10,9 Mrd. Euro. Als Differenz von Verbindlichkeiten und Planvermögen ergibt sich folgerichtig bei Volkswagen das absolut betrachtet höchste Pensionsdefizit aller DAX-Unternehmen, das 33,0 Mrd. Euro beträgt und damit mehr als ein Viertel des Gesamtdefizits der DAX-Konzerne ausmacht. Auf den Plätzen folgen Allianz (8,8 Mrd. Euro) und Bayer (8,6 Mrd. Euro). Die absolut gesehen niedrigsten Defizite weisen die Unternehmen SAP (144 Mio. Euro), Deutsche Börse (164 Mio. Euro) und Heidelbergcement (170 Mio. Euro) aus.

Da die Pensionslücke naturgemäß mit der Unternehmensgröße ansteigt, ist im Hinblick auf die finanzielle Tragfähigkeit weniger die absolute Höhe der nicht ausfinanzierten Vereinbarungen als vielmehr die relative Höhe in Bezug auf den Unternehmenswert bzw. die Finanzkraft entscheidend. Um eine Einschätzung hinsichtlich der bilanziellen Relevanz zu erlangen, gilt es, das Pensionsdefizit in Relation zum bilanziellen Eigenkapital zu setzen. Wie **Tabelle 1** zeigt, ist die Relation von Pensionsdefizit zu Eigenkapital bei ThyssenKrupp mit 230 % mit deutlichem Abstand am höchsten. Vergleichsweise hohe Werte ergeben sich ebenso bei der Deutschen Lufthansa (61,0%) und E.ON (38,1 %). Bei SAP (0,5 %), der Deutschen Bank (0,6 %) und Heidelbergcement (1,0 %) spielen die Pensionslücken relativ betrachtet keine wesentliche Rolle. Dies ist darauf zurückzuführen, dass entweder -wie im Falle SAP- keine nennenswerten leistungsorientierten Pensionsvereinbarungen abgeschlossen wurden oder diese -wie im Falle der Deutschen Bank und Heidelbergcement- nahezu vollumfänglich ausfinanziert sind. So beträgt der Ausfinanzierungsgrad bei der Deutschen Bank 97,8 % und bei Heidelbergce-

*Ob Pensionsversprechen zum Problem werden können, ist immer eine Frage des Deckungsgrades.*



ment 96,3 %, womit die Pensionssysteme weitaus besser mit ausgelagertem Vermögen unterlegt sind als im DAX-Durchschnitt, wo der Deckungsgrad 63,4 % beträgt.

Um die finanzielle Relevanz der Pensionslücke abschätzen zu können, lässt sich letztere mit dem operativen Cashflow in Relation setzen. Der operative Cashflow misst vereinfacht gesagt die betriebliche Finanzkraft eines Unternehmens. Aus der Kennzahl lässt sich entnehmen, über welchen Zeitraum ein Unternehmen seine Pensionslücke egalisieren könnte, unter der Voraussetzung, dass die operativ verdienten Mittel einzig und alleine zur Aufbesserung der ausgelagerten Pensionsvermögen verwendet würden.<sup>4</sup> Diese Annahme mag zwar praxisfern erscheinen, da sie impliziert, dass keinerlei Investitionen, Dividendenzahlungen oder Fremdkapitaltilgungen vorgenommen werden, sie ermöglicht jedoch einen Quervergleich hinsichtlich der Cash-Belastung durch die nicht ausfinanzierten Vereinbarungen zwischen den Unternehmen. Ein hoher (niedriger) Wert ist also Ausdruck einer hohen (niedrigen) Cash-Belastung. Bei Zugrundlegung dieser Kennzahl schneidet Daimler mit einem Verhältnis von 7,7 am schwächsten ab, dicht gefolgt von ThyssenKrupp von 7,1 und Volkswagen mit 6,4. Dies bedeutet, dass diese Unternehmen ihre operativen Zahlungsmittelüberschüsse mehr als sechs Jahre lang einzig zur Aufpolsterung ihrer Planvermögen verwenden müssten, um die Pensionslücke zu schließen. Demgegenüber würde der Cashflow bei den Unternehmen Deutsche Bank (0,02), SAP (0,03) und Heidelbergcement (0,09) kaum in Mitleidenschaft gezogen.

Es zeigt sich ein klarer Zusammenhang zwischen den beiden untersuchten Kennzahlen, das heißt eine große bilanzielle Relevanz (Pensionsdefizit/EK) geht mit einer vergleichsweise langen Entschuldungsdauer (Pensionsdefizit/operativer CF) einher (Korrelationskoeffizient 0,60).

---

<sup>4</sup> Um eine Glättung zu erzeugen, wurde der durchschnittliche operative Cashflow der letzten drei Jahre herangezogen.



**Tabelle 1: Pensionsdaten in Relation zum Eigenkapital und Operativen Cashflow der DAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2018**

	Pensions- verbind- lichkeiten in Mio. Euro	Planver- mögen in Mio. Euro	Ausfinan- zierungs- grad	Pensions- defizit in Mio. Euro	Eigenkapi- tal in Mio. Euro	Pensions- defizit in % des Eigenka- pitals	Ø Operativer Cashflow letzte 3 Jahre**	Pensions- defizit/ Ø Operativer Cashflow letzte 3 Jahre
<b>SUMME</b>	<b>365.729</b>	<b>245.923</b>		<b>119.806</b>	<b>858.021</b>		<b>159.041/ 129.694</b>	
<b>MITTELWERT</b>	<b>12.611</b>	<b>8.480</b>	<b>63,4%*</b>	<b>4.131</b>	<b>29.587</b>	<b>14,0%</b>		<b>0,75/0,92</b>
<b>ADIDAS</b>	515	303	58,8%	212	6.364	3,3%	1.905	0,11
<b>ALLIANZ</b>	23.436	14.624	62,4%	8.812	63.679	13,8%	11.256	0,78
<b>BASF</b>	26.651	19.280	72,3%	7.371	36.109	20,4%	8.147	0,90
<b>BMW</b>	21.247	18.937	89,1%	2.310	58.088	4,0%	10.555/4.571	0,22/0,51
<b>BAYER</b>	26.569	17.959	67,6%	8.610	46.148	18,7%	7.733	1,11
<b>BEIERSDORF</b>	1.607	945	58,8%	662	5.647	11,7%	941	0,70
<b>CONTINENTAL</b>	6.595	2.729	41,4%	3.867	18.333	21,1%	5.045	0,77
<b>COVESTRO</b>	4.215	2.773	65,8%	1.442	5.375	26,8%	2.174	0,66
<b>DAIMLER</b>	31.645	25.462	80,5%	6.183	66.053	9,4%	12.508/801	0,49/7,72
<b>DT. BANK</b>	18.120	17.727	97,8%	393	68.737	0,6%	18.324	0,02
<b>DT. BOERSE</b>	536	372	69,4%	164	4.963	3,3%	1.267	0,13
<b>DT. POST</b>	16.696	12.608	75,5%	4.088	13.873	29,5%	3.621	1,13
<b>DT. TELEKOM</b>	11.590	6.099	52,6%	5.491	43.437	12,6%	16.892	0,33
<b>E ON</b>	15.301	12.054	78,8%	3.247	8.518	38,1%	1.731	1,88
<b>FMC</b>	843	318	37,7%	525	12.902	4,1%	2.063	0,25
<b>FRESENIUS</b>	1.787	565	31,6%	1.222	25.008	4,9%	3.751	0,33
<b>HEIDELBERGC.</b>	4.610	4.440	96,3%	170	16.822	1,0%	1.960	0,09
<b>HENKEL</b>	5.275	4.537	86,0%	738	17.093	4,3%	2.641	0,28
<b>INFINEON</b>	1.154	602	52,2%	552	6.446	8,6%	1.530	0,36
<b>LINDE</b>	8.736	7.172	82,1%	1.563	49.660	3,1%	3.161	0,49
<b>LUFTHANSA</b>	21.412	15.576	72,7%	5.836	9.573	61,0%	4.291	1,36
<b>MERCK</b>	4.719	2.391	50,7%	2.328	17.233	13,5%	2.478	0,94
<b>MUNICH RE</b>	5.921	3.301	55,8%	2.620	26.500	9,9%	2.654	0,99
<b>RWE</b>	14.987	11.913	79,5%	3.074	14.257	21,6%	2.415	1,27
<b>SAP</b>	1.436	1.292	90,0%	144	28.877	0,5%	4.659	0,03
<b>SIEMENS</b>	35.893	28.764	80,1%	7.129	48.046	14,8%	6.801	1,05
<b>THYSSENKRUPP</b>	9.773	2.238	22,9%	7.535	3.274	230,1%	1.061	7,10
<b>VOLKSWAGEN</b>	43.918	10.920	24,9%	32.998	117.342	28,1%	16.829/5.173	1,96/6,38
<b>VONOVIA</b>	542	22	4,1%	520	19.664	2,6%	648	0,80

\*Der durchschnittliche Ausfinanzierungsgrad ergibt sich als Durchschnittswert der unternehmensspezifischen Ausfinanzierungsgrade.

\*\*Bei den Unternehmen BMW, Daimler und Volkswagen bezieht sich die erstgenannte Größe auf den operativen Cashflow exklusive des Finanzdienstleistungsbereichs, während die zweitgenannte das Finanzierungsgeschäft inkludiert.

Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Mai 2019.



*Die DAX-Planvermögen sind das erste Mal seit 2008 geschrumpft.*

**Tabelle 2** zeigt, mit welcher Rendite auf das ausgelagerte Planvermögen die Unternehmen im abgelaufenen Geschäftsjahr geplant hatten und welche Rendite tatsächlich erzielt wurde.<sup>5</sup> Die Analyse der Planvermögen zeigt, dass das Jahr 2018 ertragsseitig das schwächste Jahr seit dem Geschäftsjahr 2008 war, in dem die Vermögen unter dem Kursverfall der Finanzkrise zu leiden hatten. So lag der tatsächliche Ertrag des ausgelagerten Vermögens im abgelaufenen Geschäftsjahr bei insgesamt -4,9 Mrd. Euro, was einer durchschnittlichen Rendite von -1,5 % entspricht. Allerdings verzeichneten immerhin acht der 30 DAX-Unternehmen trotz des schwierigen Umfeldes Wertzuwächse auf ihre ausgelagerten Vermögenswerte. Hierbei muss allerdings berücksichtigt werden, dass unter diesen Unternehmen mit Infineon (1,6 %), Siemens (1,5 %) und ThyssenKrupp (2,1 %) drei Konzerne sind, deren Konzernabschlussstichtag am 30.09.2018 lag, so dass das schwache vierte Kapitalmarktquartal 2018 erst im laufenden Geschäftsjahr zu Buche schlagen wird. Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass aus der singulären Betrachtung des Anlageerfolges im Geschäftsjahr 2018 keine Rückschlüsse auf die langfristige Vorteilhaftigkeit einer bestimmten Planvermögensallokation gezogen werden können.

Wider Erwarten zeigt sich keine Korrelation zwischen einem relativ hohen Aktienexposure und einem Auseinanderfallen von kalkulierter und tatsächlicher Rendite. Vielmehr korrelierten im Jahr 2018 schwache Erträge des Planvermögens mit einer hohen Quote von Anleihen. Die Deutsche Telekom erzielte ihren Wertzuwachs von 5,8 % gar mit einer außergewöhnlich hohen Aktienquote von 70,1 %. Demgegenüber haben die Konzerne, die vergleichsweise hohe Wertverluste zu verzeichnen hatten, die relativ größten Anleihebestände, wie etwa die Deutsche Börse mit einer Anleihenquote von 80,5 % oder Henkel mit einer Anleihenquote 76,5 %.

Insgesamt ist die Aktienquote im Jahr 2018 mit 19,1 % auf einen historischen Tiefststand gefallen. Während der Anteil von Bonds mehr oder minder unverändert etwas mehr als 50 % beträgt, beträgt der Anteil von alternativen Investments mittlerweile knapp 25 % und damit ca. zehn Prozentpunkte mehr als noch vor zehn Jahren. Diese Erhöhung ist Ausdruck des Anlagenotstandes, der immer mehr Unternehmen, die nicht in Aktien investieren wollen, in Infrastrukturinvestitionen, Private-Equity oder Private-Debt drängt.

---

<sup>5</sup> Hierbei geht es **nicht** um die Rendite der Aktie des jeweiligen Unternehmens im Geschäftsjahr 2018. Abbildung 1 im Anhang schildert die bilanziellen Effekte eines Auseinanderfallens von kalkulierter und tatsächlicher Rendite.



**Tabelle 2: Planvermögen der DAX-30 Unternehmen, Vermögensallokation sowie kalkulierte und tatsächliche Rendite**

	Plan- vermögen in Mio. Euro	Kalkulierte Rendite in %	Tatsächliche Rendite in %	hiervon Aktien in %	hiervon Anleihen in %	hiervon Immobilien in %	hiervon Sonstiges in %
	2018	2018*	2018	2018	2018	2018	2018
<b>SUMME</b>	<b>245.923</b>						
<b>MITTELWERT</b>	<b>8.480</b>	<b>2,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>19,1</b>	<b>51,6</b>	<b>4,9</b>	<b>24,7</b>
<b>MEDIAN</b>	<b>4.537</b>	<b>2,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>16,7</b>	<b>54,0</b>	<b>3,2</b>	<b>19,3</b>
<b>ADIDAS</b>	303	2,3	-2,3	9,9	10,9	28,0	51,3
<b>ALLIANZ</b>	14.624	1,8	0,6	10,8	50,8	5,4	33,1
<b>BASF</b>	19.280	2,1	-3,1	25,0	53,0	4,0	18,0
<b>BMW</b>	18.937	2,1	-3,1	11,3	69,8	6,2	12,9
<b>BAYER</b>	17.959	2,2	-3,3	26,5	60,7	5,8	7,0
<b>BEIERSDORF</b>	945	1,9	-2,0	23,2	47,4	20,5	8,6
<b>CONTINENTAL</b>	2.729	2,3	-1,5	10,8	62,1	6,8	20,3
<b>COVESTRO</b>	2.773	2,2	-2,6	16,7	70,6	4,2	8,5
<b>DAIMLER</b>	25.462	2,0	-4,8	26,6	58,8	1,9	12,7
<b>DT. BANK</b>	17.727	2,1	-1,6	10,6	69,7	2,2	17,4
<b>DT. BOERSE</b>	372	1,8	-4,5	0,0	80,5	0,0	19,5
<b>DT. POST</b>	12.608	2,3	0,4	13,0	51,2	16,4	19,5
<b>DT. TELEKOM</b>	6.099	1,6	5,8	70,1	15,1	1,1	13,7
<b>E ON</b>	12.054	2,3	-2,1	22,0	46,0	7,0	25,0
<b>FMC</b>	318	3,1	-3,9	24,5	75,5	0,0	0,0
<b>FRESENIUS</b>	565	2,5	-2,9	26,4	61,9	0,0	11,7
<b>HEIDELBERGC.</b>	4.440	2,7	-1,1	11,3	68,7	3,2	16,8
<b>HENKEL</b>	4.537	2,2	-4,0	23,1	76,5	0,0	0,4
<b>INFINEON</b>	602	1,9	1,6	28,1	55,0	3,0	14,0
<b>LINDE</b>	7.172	2,5	-2,2	15,1	54,0	3,6	27,2
<b>LUFTHANSA</b>	15.576	1,8	-5,7	29,3	46,3	5,1	19,3
<b>MERCK</b>	2.391	1,9	-3,0	24,8	41,5	4,4	29,3
<b>MUNICH RE</b>	3.301	2,1	0,8	4,0	41,0	1,0	54,0
<b>RWE</b>	11.913	2,1	-2,8	15,7	58,5	0,0	25,8
<b>SAP</b>	1.292	1,8	NA	9,0	11,0	0,0	80,0
<b>SIEMENS</b>	28.764	2,4	1,5	14,9	48,5	0,0	36,6
<b>THYSSENKRUPP</b>	2.238	2,0	2,1	36,0	50,0	0,0	15,0
<b>VOLKSWAGEN</b>	10.920	2,7	-2,3	16,8	60,5	2,8	19,9
<b>VONOVIA</b>	22	1,7	4,0	0,0	0,0	0,0	100,0

\* Die kalkulierte Rendite entspricht dem zum Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres verwendeten Rechnungszins.

Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Mai 2019.





*Die DAX-Planvermögen sind das erste Mal seit 2008 geschrumpft.*

Der (nicht tabellierte) Rechnungszins ist gegenüber dem Vorjahr mit 2,2 % in etwa unverändert. Zwar gab es bei den meisten Unternehmen mit Stichtag 31.12. einen minimalen Rückgang, dieser wurde jedoch durch starke Zuwächse derjenigen Unternehmen kompensiert, deren Bilanzierungsstichtag am 30.09.2018 ist. Da sich der Rechnungszins, den die Unternehmen bei ihren Kalkulationen zugrunde gelegt haben, im Laufe des ersten Quartals 2019 noch einmal deutlich reduziert hat, lohnt ein Blick in die Sensitivitätsanalysen, die die Unternehmen in den Anhängen des jeweiligen Geschäftsberichts präsentieren. Da es sich bei den ausgewiesenen Verbindlichkeiten wie eingangs beschrieben um Barwerte handelt, führt eine Reduktion des Rechnungszinses zu einem Anstieg der ausgewiesenen Pensionsverpflichtung.

Betrachtet man etwa die Rendite des I.Boxx Euro Corporates AA 10y+ Index, der von vielen Unternehmen zur Bestimmung des Rechnungszinses herangezogen wird, so zeigt sich seit dem Bilanzstichtag 2018 eine Reduktion der Renditen um etwa 50 Basispunkte. Dieses Szenario entspricht in etwa dem Fall, der von den meisten Unternehmen im Rahmen der Sensitivitätsanalysen unterstellt wird. Die gegenwärtige Lage der kalkulatorischen Höhe der Verbindlichkeiten lässt sich auf diese Weise also recht präzise ermitteln.<sup>6</sup>

Wie **Tabelle 3** zeigt, erhöhen sich die Verpflichtungen bei einer Verringerung des Rechnungszinses um 50 Basispunkte im Durchschnitt um 8,3 % bzw. 0,9 Mrd. Euro. Setzt man diese Werte in Bezug zum ausgewiesenen Eigenkapital, so ergibt sich aufgrund der höheren Schuld eine Verringerung des Eigenkapitals um durchschnittlich knapp 5 %. Auch hier zeigt sich ähnlich wie bei den zuvor ermittelten Kennzahlen eine deutliche Heterogenität hinsichtlich der Auswirkungen einer Zinsveränderung. So reicht die Spannbreite der Eigenkapitaleffekte von einer marginalen Verringerung von 0,2 % (Vonovia) bis zu einer Verringerung von über 20 % (Lufthansa und ThyssenKrupp). Dies bedeutet, dass eine Verringerung der Rendite erstklassiger Industrieanleihen - ein Einflussfaktor der außerhalb jeglichen Einflussbereichs eines Unternehmens liegt - von 0,5 %, eine Verringerung des bilanziellen Eigenkapitals von über einem Fünftel zur Folge hat. Da dies bereits im ersten Quartal 2019 so zu konstatieren ist, dürfte die weitere Zinsentwicklung gerade von diesen Unternehmen mit Argusaugen verfolgt werden.

*Kleine Veränderungen des Rechnungszinses können große Eigenkapitaleffekte bewirken.*

---

<sup>6</sup> Die Unternehmen BMW, Daimler, Deutsche Börse, Deutsche Post und Heidelbergcement verwenden bei ihren Analysen einen von 50 Basispunkten abweichenden Zinssatz. Hier wurde der jeweilige Wert intra- bzw. extrapoliert.



**Tabelle 3: Sensitivitätsanalyse der Pensionsverbindlichkeiten der DAX-30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2018.**

	Sensitivität der Verpflichtung		Sensitivität der Verpflichtung in Mio. Euro		Eigenkapital in Mio. Euro	Veränderungen des Eigenkapitals	
	+50bp	-50bp	+50bp	-50bp	2018	+50bp	-50bp
<b>SUMME</b>			<b>- 26.673</b>	<b>30.360</b>	<b>858.021</b>		
<b>MITTELWERT</b>	<b>-7,3%</b>	<b>8,4%</b>	<b>- 920</b>	<b>1.047</b>	<b>29.587</b>	<b>4,1%</b>	<b>- 4,7%</b>
<b>MEDIAN</b>	<b>-7,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>- 608</b>	<b>663</b>	<b>18.333</b>	<b>2,4%</b>	<b>- 2,7%</b>
<b>ADIDAS</b>	-8,0%	9,1%	- 41	47	6.364	0,6%	- 0,7%
<b>ALLIANZ</b>	-6,4%	7,3%	- 1.500	1.700	63.679	2,4%	- 2,7%
<b>BASF</b>	-7,1%	8,0%	- 1.880	2.140	36.109	5,2%	- 5,9%
<b>BMW</b>	-8,3%	10,5%	- 1.768	2.223	58.088	3,0%	- 3,8%
<b>BAYER</b>	-7,1%	8,1%	- 1.887	2.144	46.148	4,1%	- 4,6%
<b>BEIERSDORF</b>	-7,8%	9,0%	- 125	144	5.647	2,2%	- 2,6%
<b>CONTINENTAL</b>	-8,2%	9,5%	- 544	626	18.333	3,0%	- 3,4%
<b>COVESTRO</b>	-8,7%	10,0%	- 366	422	5.375	6,8%	- 7,9%
<b>DAIMLER</b>	-7,4%	7,9%	- 2.348	2.504	66.053	3,6%	- 3,8%
<b>DT. BANK</b>	-7,5%	6,9%	- 1.360	1.245	68.737	2,0%	- 1,8%
<b>DT. BOERSE</b>	-7,4%	8,7%	- 40	47	4.963	0,8%	- 0,9%
<b>DT. POST</b>	-6,6%	8,4%	- 1.097	1.404	13.873	7,9%	- 10,1%
<b>DT. TELEKOM</b>	-5,3%	6,5%	- 620	756	43.437	1,4%	- 1,7%
<b>E ON</b>	-7,4%	8,3%	- 1.125	1.276	8.518	13,2%	- 15,0%
<b>FMC</b>	-8,3%	9,5%	- 70	80	12.902	0,5%	- 0,6%
<b>FRESENIUS</b>	-8,4%	9,7%	- 151	173	25.008	0,6%	- 0,7%
<b>HEIDELBERGC.</b>	-6,1%	7,4%	- 280	340	16.822	1,7%	- 2,0%
<b>HENKEL</b>	-6,1%	6,9%	- 323	365	17.093	1,9%	- 2,1%
<b>INFINEON</b>	-7,7%	8,6%	- 89	99	6.446	1,4%	- 1,5%
<b>LINDE</b>	-8,1%	9,2%	-710	806	49.659	1,4%	- 1,6%
<b>LUFTHANSA</b>	-7,9%	9,3%	- 1.700	1.987	9.573	17,8%	- 20,8%
<b>MERCK</b>	-7,3%	8,5%	- 435	503	17.233	2,5%	- 2,9%
<b>MUNICH RE</b>	-9,0%	10,0%	- 531	593	26.500	2,0%	- 2,2%
<b>RWE</b>	-6,8%	7,7%	- 1.017	1.148	14.257	7,1%	- 8,1%
<b>SAP</b>	-5,8%	6,6%	- 83	95	28.877	0,3%	- 0,3%
<b>SIEMENS</b>	-5,8%	6,4%	- 2.068	2.307	48.046	4,3%	- 4,8%
<b>THYSSENKRUPP</b>	-6,2%	6,8%	- 608	663	3.274	18,6%	- 20,3%
<b>VOLKSWAGEN</b>	-8,8%	10,2%	- 3.870	4.480	117.342	3,3%	- 3,8%
<b>VONOVIA</b>	-6,9%	7,8%	- 38	42	19.664	0,2%	- 0,2%

Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Mai 2019.



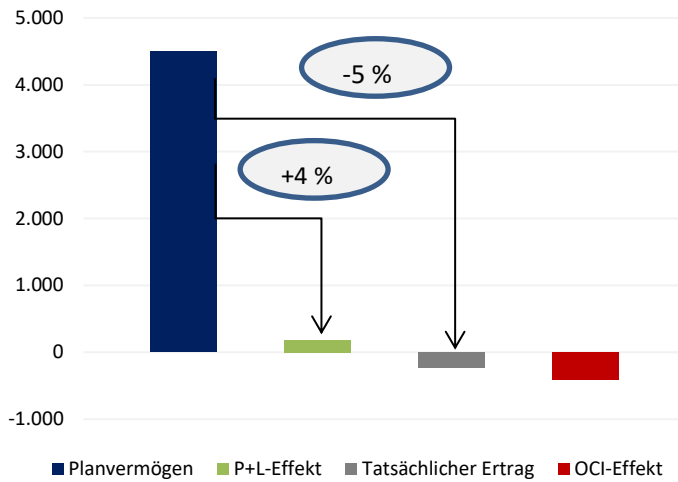
## **Fazit**

Das vergangene Geschäftsjahr war insbesondere im letzten Quartal von einem herausfordernden Kapitalmarktumfeld geprägt. Diese Herausforderungen spiegeln sich in niedrigen Wertbeiträgen oder gar Wertverlusten bei den ausgelagerten Planvermögen der DAX-Unternehmen wider. Hiervon waren Portfolios mit ganz unterschiedlichen Anlagestrukturen betroffen. Waren es in den letzten Jahren in erster Linie kontinuierlich sinkende Rechnungszinsen, die zu einer Ausweitung der Pensionslücke geführt haben, so zeigt sich mit Blick nach vorne, dass es auf Seiten der Planvermögen einer Anpassung der Anlagepolitik bedarf, um die dringend benötigten Erträge zu erzielen, die zu einer Reduzierung der Pensionsdefizite führen. Hierbei ist die Erhöhung der historisch niedrigen Aktienquoten sicherlich eine Option. Dass Skeptiker in diesem Kontext auf die erhöhte Aktienmarktvolatilität zum Ende des vergangenen Kalenderjahres verweisen werden, scheint vor dem Hintergrund durchschnittlicher Durationen der Vereinbarungen von bis zu 18 Jahren ein einfach zu entkräftender Einwand.



## Anhang

Abbildung 1: Beispiel zum GuV-Effekt bei Abweichungen zwischen kalkulierter und tatsächlicher Rendite



Ein Unternehmen finanziert seine Pensionsvereinbarungen über ausgelagertes Planvermögen in Höhe von 4,5 Mrd. Euro. Es unterstellt eine Verzinsung von 4,0 %. Hieraus ergibt sich ein Ertrag von 180 Mio. Euro, der unabhängig von der tatsächlichen Entwicklung in der GuV des Unternehmens verbucht wird. Aufgrund einer schwachen Kapitalmarkt-entwicklung liegt die tatsächliche Rendite jedoch bei -5,0 %, was einem Verlust von 225 Mio. Euro entspricht. Die Differenz zwischen kalkulatorischem und tatsächlichem Ertrag von 405 Mio. wird über das sonstige Ergebnis (OCI) ausgeglichen. Eine Korrektur innerhalb der GuV findet nicht statt.

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute



## 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**

© 2019 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* 16. Mai 2019