



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMENSANALYSE 04/2015

Mind the Gap!

Die Pensionsdefizite der DAX- und MDAX-Unternehmen sind im letzten Jahr trotz hoher Renditen auf das ausgelagerte Vermögen dramatisch angestiegen

von Kai Lehmann

Die Schuldenlast aus leistungsorientierten Pensionsvereinbarungen ist bei den DAX- und MDAX-Unternehmen im vergangenen Jahr von 316 Mrd. € auf 390 Mrd. € (+23 %) angestiegen. Dies ist auf den gesunkenen Rechnungszins zurückzuführen, der mit 2,46 % weit unter dem Niveau des Vorjahres liegt (2013: 3,73 %).

Der verwendete Zins liegt damit sehr deutlich über der Rendite des nach IFRS relevanten 10y+AA-Anleihenportfolios. Die Verwendung eines hohen Zinssatzes impliziert vergleichsweise niedrige Schulden.

Wäre die relative Abweichung zwischen verwendetem Rechnungszins und Bondrendite konstant geblieben, so hätte dies das bilanzielle Eigenkapital der betrachteten Unternehmen im Durchschnitt um ca. 5 % reduziert.

Trotz einer durchschnittlichen Rendite auf das ausgelagerte Planvermögen von 9,9 %, sind die Pensionsdefizite massiv angewachsen (+38,2 %). Die Defizite betragen nun durchschnittlich 16,3 % der Marktkapitalisierung (Vorjahr 12,0 %).



1. Motivation und Zusammenfassung

Mit knapp 10 % haben die Unternehmen aus DAX und MDAX im abgelaufenen Geschäftsjahr eine höhere Rendite auf ihre ausgelagerten Planvermögen erzielt als jemals zuvor. Insbesondere Unternehmen, die im vergangenen Jahr einen hohen Anteil von Staats- und Unternehmensanleihen in ihrem Planvermögen auswiesen, konnten sich über deutliche Kursgewinne freuen. Doch darf diese Feststellung nicht darüber hinwegtäuschen, dass die rechnerischen Verpflichtungen aus den leistungsorientierten Pensionszusagen im vergangenen Jahr in weitaus deutlicherem Umfang angestiegen sind als die hierfür hinterlegten Vermögenswerte. So sind die Defined Benefit Obligations (DBO) der DAX- und MDAX-Unternehmen innerhalb eines Jahres um insgesamt 73,5 Mrd. € bzw. 23 % angestiegen. Dies ist in erster Linie auf den stark gesunkenen Rechnungszins zurückzuführen, der die ausgewiesenen Barwerte der Verpflichtungen massiv in die Höhe schnellen ließ. Auffällig hierbei: Seit einigen Jahren weicht der von den Unternehmen herangezogene Zins deutlich vom heranzuziehenden Kapitalmarktzins ab. Wie diese Untersuchung zeigt, gilt insbesondere für das jüngst abgelaufene Geschäftsjahr 2014.

Diese Studie untersucht, wie sich die Pensionsverpflichtungen und die Pensionsvermögen im Untersuchungszeitraum 2005 bis 2014 entwickelt haben und welchen Rechnungszins die Unternehmen bei der Bewertung ihrer leistungsorientierten Vereinbarungen verwendet haben. Wie diese Studie zeigt, lag der Rechnungszins im letzten Geschäftsjahr sowohl absolut (in Basispunkten) als auch relativ so deutlich über dem relevanten Kapitalmarktzins wie nie zuvor, woraus sich ein positiver Ergebniseffekt für die Unternehmen ergibt. Dieser wird für die betrachteten Unternehmen auf insgesamt ca. 32 Mrd. € geschätzt.¹ Für manche Unternehmen liegt der Entlastungseffekt durch die Verwendung des erhöhten Zinssatzes allein für das letzte Geschäftsjahr bei über 2 Mrd. €, was vereinzelt mehr als 10 % des bilanziellen Eigenkapitals entspricht.

In die Untersuchung einbezogen wurden alle DAX- und MDAX-Unternehmen, die seit 2005 kapitalmarktorientiert sind. Dies gewährleistet eine durchgängige Datenbasis auf Basis einheitlicher Rechnungslegungsstandards. Zudem wurden nur diejenigen Unternehmen in die Untersuchung aufgenommen, deren Geschäftsbericht für das Jahr 2014 zum 31.03.2015 bereits veröffentlicht war. Hierdurch reduziert sich das ursprünglich aus 80 Unternehmen bestehende Sample auf 52 Unternehmen (29 DAX- und 23 MDAX-Unternehmen).

2. Entwicklung der leistungsorientierten Pensionsverpflichtungen und des Planvermögens

Schließt ein Unternehmen mit einem seiner Arbeitnehmer eine Pensionsvereinbarung ab, so stehen dem Unternehmen hierfür zwei bilanziell unterschiedlich zu erfassende Durchführungswege zur Verfügung. Zum einen kann ein Unternehmen im Rahmen von beitragsorientierten Verpflichtungen jährlich feste Beträge an einen externen

¹ Steuerliche Aspekte werden hierbei nicht betrachtet.



Versorgungsträger übertragen. Dieser Versorgungsträger ist für die Anlage der Mittel und die spätere Auszahlung an den Arbeitnehmer verantwortlich. Gleichzeitig mit dem zu verbuchenden Aufwand entsteht für das Unternehmen hierbei ein Liquiditätsabfluss. Bilanziell werden diese Vereinbarungen nicht als Schulden ausgewiesen, da sich das Unternehmen mit der Übertragung der Mittel auf den externen Versorgungsträger seiner Schuld entledigt hat.

Bei dem zweiten Durchführungsweg, der leistungsorientierten Verpflichtung, sagt das Unternehmen dem Arbeitnehmer eine sich am Endgehalt des Begünstigten orientierende, in der Regel lebenslange Rente zu. Zur Bewertung der hieraus hervorgehenden Verpflichtung muss das Unternehmen die künftigen Pensionszahlungen, die es dem Arbeitnehmer zugesagt hat, schätzen und auf den Bewertungstag abzinsen. Eine derartige Bewertung erfordert eine Reihe von finanziellen und demographischen Annahmen über verschiedene Bewertungsprämissen. Diese umfassen bspw. unterstellte Gehalts- und Rentensteigerungsraten, Fluktuationsraten und Lebenserwartungen. Wie an späterer Stelle gezeigt wird, geht jedoch insbesondere von der Ableitung des Rechnungszinssatzes, der zur Diskontierung der künftigen Zahlungsströme dient, ein enormer Einfluss auf die Höhe der bilanziell zu erfassenden Pensionsverpflichtung aus.

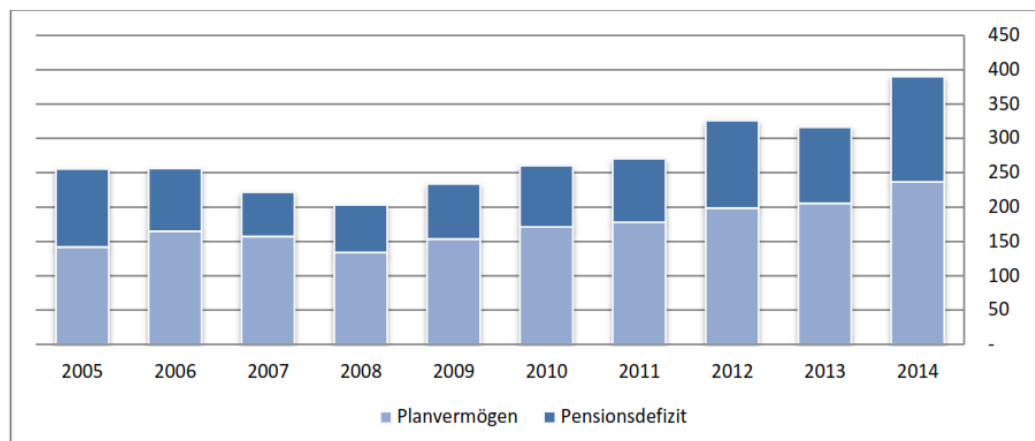
Die Beträge, die das Unternehmen zur Erfüllung der eingegangenen Vereinbarung bereitstellen muss, kann es entweder extern über ein ausgelagertes Planvermögen oder Unternehmensintern ansammeln. Mindestdotierungsvorschriften für Pensionspläne existieren hierzulande nicht, so dass es auch denkbar ist, dass ein Unternehmen gänzlich auf die Bildung eines externen Fondsvermögens verzichtet.

Unzweifelhaft ist es jedoch ein Warnsignal, wenn die Schere zwischen Pensionsverpflichtungen und Pensionsvermögen immer weiter auseinandergeht. Dies lässt sich seit einigen Jahren bei vielen deutschen Unternehmen beobachten. Zwar sind die Pensionsvermögen seit dem Jahr 2008 kontinuierlich angestiegen (siehe Abbildung 1). Doch sind die Verpflichtungen in erheblich größerem Ausmaß angewachsen.² Alleine im vergangenen Jahr haben sich die sog. Anwartschaftsbarwerte bei den betrachteten Unternehmen um 73,5 Mrd. € bzw. 23 % erhöht. Dem steht ein Anstieg des Planvermögens von 31,1 Mrd. € bzw. 15 % gegenüber. Resultat sind deutlich gestiegene Pensionsdefizite, deren Gesamtbetrag sich zuletzt auf 153 Mrd. € auftürmte. Dies entspricht im Durchschnitt ca. 27 % des Eigenkapitals bzw. 16 % der Marktkapitalisierung der betrachteten Unternehmen. Diese Relationen mögen auf den ersten Blick nicht sonderlich dramatisch anmuten, doch lassen sich auf Einzelunternehmensebene durchaus bedenkliche Entwicklungen ausmachen.

² Die Pensionsverpflichtungen ergeben sich in Abbildung 1 durch Addition der Planvermögen und der Pensionsdefizite



Abbildung 1: Planvermögen und Pensionsdefizit im Untersuchungsraum



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 10.04.2015.

3. Zusammensetzung der Planvermögen und Vermögensrendite

Die Unternehmen aus DAX und MDAX hatten im vergangenen Jahr Vermögenswerte in Höhe von ca. 236 Mrd. € zur Bedienung ihrer Pensionslasten ausgelagert. Hiervon entfällt mit ca. 227 Mrd. € der Großteil der Vermögenswerte auf die Unternehmen aus dem DAX und lediglich 9 Mrd. € auf die MDAX-Unternehmen. Niemals zuvor lagerten Unternehmen derart viel an Vermögen aus, um die bestehenden Verpflichtungen bedienen zu können.

Die Auslagerung in ein externes Fondsvermögen schien sich im vergangenen Geschäftsjahr auszuzahlen, konnten die Unternehmen mit durchschnittlich 9,9 % über alle Assetklassen hinweg eine durchaus zufriedenstellende Rendite erwirtschaften. In Summe betrug der Ertrag auf das Planvermögen im vergangenen Jahr 23,7 Mrd. €, was einen Höchstwert im Untersuchungszeitraum darstellt (siehe Tabelle 1). Insbesondere Planvermögen, die eine hohe Quote von Staats- und Unternehmensanleihen auswiesen, konnten in den vergangenen Monaten aufgrund deutlich gestiegener Kurse kräftige Wertzuwächse realisieren. Zudem dürften in vielen Portefeuilles nach wie vor Anleihebestände mit relativ hohen Kuponzahlungen enthalten sein, die es den Pensionsmanagern bislang ermöglichten, auskömmliche Renditen zu erzielen. Doch müssen gerade Unternehmen mit einem vergleichsweise hohen Anteil von festverzinslichen Wertpapieren angesichts der zunehmend mageren Verzinsung von Neuanlagen künftig umdenken und nach Alternativen Ausschau halten, die eine ausreichende Rendite ermöglichen.

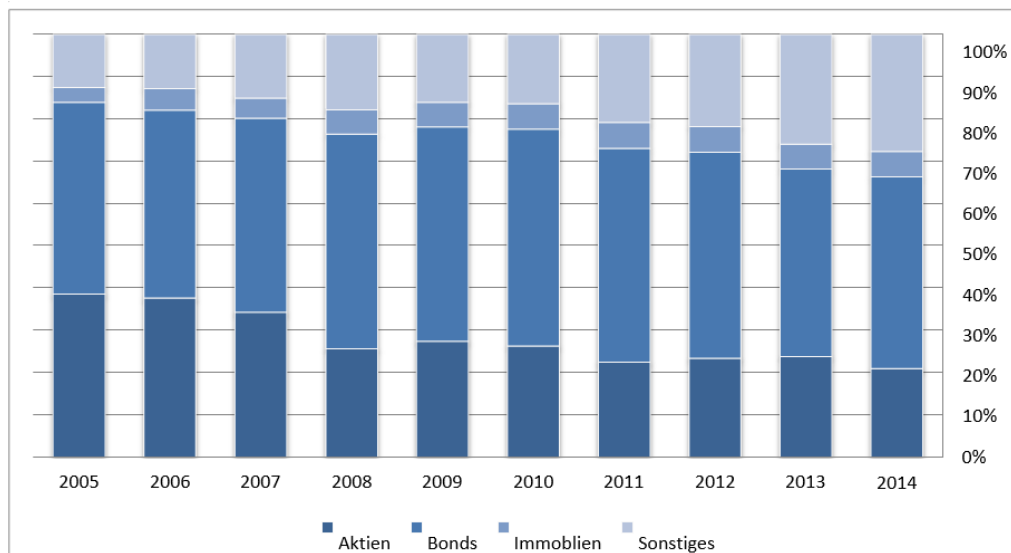
Da sich bei einem langfristigen Anlagehorizont insbesondere Aktien zur Vermögensmehrung eignen, muss die in Abbildung 2 ausgewiesene niedrige Aktienquote in den Planvermögen der Unternehmen verwundern.³ So ist der Anteil von Aktien am Planvermögen im Jahr 2014 mit ca. 21 % so niedrig wie niemals zuvor. Neben

³ Die durchschnittliche Duration der Pensionsvereinbarungen liegt bei ca. 15 Jahren.



regulatorischen Gründen führen die Unternehmen hierfür oftmals das Argument des vermeintlich hohen Verlustrisikos bei Aktien an. Doch unterscheidet sich das Verlustrisiko bei den hier diskutierten Anlagezeiträumen nicht von dem erstrangiger festverzinslicher Anlagen. Viele Portfoliomanager scheuen jedoch Aktienengagements aufgrund der vergleichsweise hohen Volatilität dieser Assetklasse, welche die Kurzfristperformance des verantwortlichen Fondsmanagement unerwünscht tangieren kann. Dies könnte begründen, warum viele Verantwortliche in der Vergangenheit festverzinsliche Wertpapiere, wie Staats- und Unternehmensanleihen, präferierten, die seit Beginn des Beobachtungszeitraums die bedeutendste Assetklasse darstellen und deren Anteil nur geringen Variationen unterlag. Nahezu kontinuierlich ausgeweitet wurde der Anteil von alternativen Investments, wie etwa Privat-Equity-Beteiligungen, Hedge-Fonds-Anteilen, Geldmarktinstrumenten oder Infrastrukturinvestitionen (in Abbildung 2: „Sonstiges“). Die Quote dieser alternativen Investments liegt seit dem Geschäftsjahr 2013 über dem Anteil klassischer Aktienengagements.

Abbildung 2: Anteile verschiedener Assetklassen am Planvermögen im Untersuchungszeitraum



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 10.04.2015.

Tabelle 1: Ertrag auf das Planvermögen, Planvermögensrendite, Zuführung zum Planvermögen und Deckungsgrad (in Mio. € bzw. Prozent) im Untersuchungszeitraum

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Planvermögensertrag	13.189	11.003	7.955	-10.936	12.583	13.104	6.712	18.400	8.603	23.675
Planvermögensrendite	NA	7,5 %	4,2 %	-1,8 %	8,2 %	7,9 %	2,3 %	9,3 %	4,8 %	9,9 %
Zuführung	9.958	15.553	15.548	7.218	9.045	7.308	8.966	10.863	8.710	11.119
Deckungsgrad	42,0 %	50,0 %	58,1 %	54,5 %	53,0 %	53,3 %	55,1 %	51,8 %	55,1 %	52,7 %

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 10.04.2015.



Wie in Kapitel 2 aufgezeigt, sind die Pensionslasten mit einem Zuwachs von ca. 73,5 Mrd. € um 23 % gegenüber dem Vorjahr angestiegen. Der Planvermögensertrag von kumuliert 23,7 Mrd. €, der einer beträchtlichen Rendite von knapp 10 % entspricht, vermochte es demnach nicht, den relativen Ausfinanzierungsgrad der Pensionspläne aufrecht zu erhalten. Um diesem Umstand zu begegnen, haben die Unternehmen ihren Planvermögen deshalb im letzten Jahr so hohe Beträge zugeführt wie seit dem Jahr 2007 nicht mehr. Für die betrachteten Unternehmen beläuft sich die Summe der Zuwendungen auf insgesamt 11,1 Mrd. € nach 8,7 Mrd. € im Vorjahr. Trotz dieser aufgestockten Arbeitgeberbeiträge ist der Ausfinanzierungsgrad rückläufig gewesen und lag zuletzt bei 52,7 % nach 55,1 % im Vorjahr.

4. Bewertungsprämissen

Wie zuvor aufgezeigt, sind im Rahmen der Bewertung der Leistungsverpflichtungen verschiedene versicherungsmathematische Annahmen über unterschiedliche Bewertungsparameter zu treffen. Als Faktor mit hohem Einfluss auf die Höhe der ausgewiesenen Verpflichtung zählt insbesondere der Diskontierungszins, mit dem die künftigen Auszahlungen auf den Bilanzstichtag abgezinst werden. Sinkende Diskontierungszinsen führen zu höheren Barwerten und vice versa. Zudem gilt: Je geringer das Niveau der Diskontierungszinsen, desto sensibler reagieren die ausgewiesenen Pensionsverpflichtungen auf eine Veränderung des Zinses. Tabelle 2 zeigt den von den Unternehmen im Beobachtungszeitraum durchschnittlich verwendeten Rechnungszins.

Wie die Zeitreihe zeigt, sind die Diskontierungszinsen im Jahr 2014 auf einen historischen Tiefststand gesunken. Hierbei handelt es sich um einen seit der Finanzkrise beobachtbaren Trend sinkender Rechnungszinssätze. Dieser erklärt sich durch die nahezu kontinuierlich gesunkene Rendite erstrangiger, festverzinslicher Unternehmensanleihen in diesem Zeitraum, die für die Bestimmung des Rechnungszinses relevant ist (siehe Abbildung 3). Diese Rendite lag zum Stichtag 31.12.2014 für ein Portfolio von AA-Unternehmensanleihen und einer Laufzeit von 10 Jahren und länger bei 1,49 %. Da die durchschnittliche Duration der auf Unternehmensseite bestehenden Pensionsverpflichtungen im Durchschnitt bei ca. 15 Jahren liegt, ist eine Differenz zwischen Diskontierungszins und Bondrendite zunächst nicht verwunderlich. Zudem bestehen die Verpflichtungen für die Unternehmen nicht nur in Deutschland, sondern teilweise zu beträchtlichen Teilen in Ländern bzw. Währungsräumen, für die höhere Zinssätze beobachtbar sind (bspw. Großbritannien, USA). Da diese jedoch nicht erst seit dem vergangenen Jahr gilt, verwundert die Dimension von nahezu 100 Basispunkten, um die der Rechnungszins im Jahr 2014 über dem beobachtbaren Kapitalmarktzins liegt. In den Jahren 2006 und 2011 war eine solche Abweichung auf aggregierter Basis nicht feststellbar, zwischenzeitlich lag der Rechnungszins sogar unter dem Kapitalmarktzins. Doch seit dem Geschäftsjahr 2012 verwenden die Unternehmen verhältnismäßig hohe Diskontierungszinsen, insbesondere im jüngst abgelaufenen Geschäftsjahr. Dies führt ceteris paribus zu niedrigeren rechnerischen Verpflichtungen, da der bilanzielle Barwert sensitiv auf eine Veränderung des Zinssatzes reagiert, wie im Folgenden gezeigt wird.

**Tabelle 2: Diskontierungszins und Bondrendite**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Diskontierungszins in %	4,45	4,60	5,50	5,85	5,29	4,87	4,60	3,49	3,74	2,45
Bondrendite in %	4,01	4,60	5,48	6,28	5,09	4,68	4,60	2,69	3,17	1,49
Differenz in Basispunkten	44	0	2	- 43	20	19	0	80	57	97
relative Abweichung in %	11,07	-0,09	0,43	-6,86	3,92	4,04	-0,08	29,60	18,02	65,07

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 10.04.2015.

Abbildung 3: Rendite langlaufender erstrangiger Industriefinanzen und verwendeter Diskontierungszins

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand 10.04.2015.

Unternehmen müssen seit der jüngsten Anpassung des relevanten Rechnungslegungsstandards im Rahmen von Sensitivitätsanalysen detailliert Auskunft über den Einfluss des Diskontierungszinses auf die Pensionsverpflichtungen geben. Die meisten Unternehmen simulieren im Rahmen dieser Sensitivitätsanalyse eine unterstellte Veränderung des Diskontierungszinses von 50bp⁴. Eine Auswertung der Geschäftsberichtsdaten zeigt, dass sich bei einer Verringerung (Erhöhung) des zugrundeliegenden Diskontierungszinses um 50bp im Durchschnitt ein Anstieg (Verringerung) der ausgewiesenen Verpflichtung um 8,4 % (7,3 %) ergibt. Senkt man nun den Rechnungszins von den für das letzte Geschäftsjahr verwendeten 2,45 % auf 1,95 % ab, was den Gegebenheiten auf den Anleihemärkten wohl eher entsprechen dürfte, so lassen sich für die DAX-Unternehmen Pensionsverbindlichkeiten ermitteln, die mit ca. 402 Mrd. € deutlich über den 370 Mrd. € liegen, die in den aktuellen Geschäftsberichten ausgewiesen werden. Lässt man das angesammelte Planvermögen unverändert, so bedeutet dies, dass das Eigenkapital der betrachteten Unternehmen um ebene 32 Mrd. vermindert wäre.⁵ Im Durchschnitt entspricht dieser Betrag ca. 5 %

⁴ Für Unternehmen, die hiervon abweichende Adjustierungen des Rechnungszinses als Annahme nutzen, wurde eine lineare Intra- bzw. Extrapolation auf 50bp vorgenommen.

⁵ Steuerliche Aspekte werden hierbei nicht betrachtet.



des bilanziellen Eigenkapitals. Im Einzelfall ergeben sich jedoch Effekte, die zwei- bis dreimal so hoch ausfallen und somit ein signifikantes Abschmelzen der Eigenkapitalbasis bedeuten würden. Zudem: Wäre der relative Abstand zwischen Diskontierungszins und Bondrendite unverändert geblieben, so hätte der Diskontierungszins für das zugrundeliegende Sample gar bei 1,75 % liegen müssen. Sollte sich das Niedrigzinsumfeld weder kurz- noch mittelfristig umkehren, so dürften die Unternehmen nicht umhinkommen, die Rechnungszinsen weiter abzusenken. Um den Grad der Ausfinanzierung konstant zu halten, wären somit entweder massive Zuschüsse zu den Planvermögen nötig oder entsprechend hohe Erträge sorgen für einen Ausgleich zum Schuldenanstieg. Letzteres scheint vor dem Hintergrund der nach wie vor hohen Anteile festverzinslicher Wertpapiere in den Planvermögen und zunehmend mageren Renditen bei dieser Assetklasse jedoch kaum wahrscheinlich.

5. Fazit

Die Pensionsverpflichtungen vieler DAX- und MDAX-Unternehmen sind im vergangenen Geschäftsjahr deutlich angewachsen. Diese Beobachtung sollte den versierten Geschäftsberichtsleser nicht überraschen. Vor dem Hintergrund deutlich gesunkener Kapitalmarktzinsen und einer damit einhergehenden Reduzierung des verwendeten Rechnungszinses war mit einer Ausweitung der Pensionslasten zu rechnen. Als weniger selbstverständlich muss die Dimension des Schuldenanstieges vor dem Hintergrund der Zinsreduktion um „nur“ 129 Basispunkte auf nun 2,45 % erachtet werden. Wäre der relative Abstand zwischen Kapitalmarktzins und Diskontierungszins unverändert geblieben, hätten die Rechnungszinsen auf ca. 1,75 % abgesenkt werden müssen. Dies hätte signifikante Eigenkapitalaufzehrungen bedeutet. Sicherlich wird mancher Aktuar auf die unterschiedlichen Währungsräume und Durationen verweisen, die einen höheren Rechnungszins rechtfertigten. Doch hätte diese Argumentation auch für zurückliegende Geschäftsjahre greifen müssen, in denen sich keine derartig hohen Unterschiede zeigen. Es scheint, als nutzten die Unternehmen die implizit bestehenden bilanzpolitischen Spielräume recht umfänglich aus, um negative Eigenkapitaleffekte so weit wie möglich zu vermeiden. Für den unternehmensexternen Bilanzleser ist dies mitunter nur in Teilen ersichtlich. Das Ziel des „true-and-fair View“ und die darauf basierende Entscheidungsnützlichkeit der IFRS-Rechnungslegung scheinen damit stark beeinträchtigt.



Anhang

Tabelle A 1: Pensionsverbindlichkeiten, Planvermögen (jeweils in Mio. €) und Diskontierungszins, Durchschnittswerte

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
DBO	7.497	6.084	6.269	5.199	5.004	4.494	3.904	4.264	4.927	4.912
- hiervon DAX	12.751	10.318	10.640	8.815	8.477	7.605	6.600	7.220	8.364	8.310
- hiervon MDAX	872	745	758	640	625	571	505	536	593	628
Planvermögen	4.546	3.948	3.824	3.417	3.288	2.952	2.570	3.085	3.231	2.783
- hiervon DAX	7.821	6.788	6.572	5.866	5.640	5.064	4.395	5.176	5.461	4.696
- hiervon MDAX	417	368	358	328	322	290	269	329	292	260
Pensionsdefizit	2.951	2.135	2.445	1.782	1.716	1.542	1.360	1.261	1.792	2.225
- hiervon DAX	4.930	3.530	4.068	2.948	2.837	2.541	2.205	2.043	2.904	3.614
- hiervon MDAX	455	377	400	312	303	281	246	231	327	395
Deckungsgrad	52,7 %	55,1 %	51,8 %	55,1 %	53,3 %	53,0 %	54,5 %	58,1 %	50,0 %	42,0 %
- hiervon DAX	60,3 %	64,8 %	60,9 %	64,7 %	64,0 %	64,2 %	65,8 %	69,1 %	60,1 %	48,6 %
- hiervon MDAX	43,2 %	42,8 %	40,3 %	43,0 %	39,9 %	38,8 %	40,3 %	43,6 %	36,8 %	33,3 %
P.-defizit/Marktkap.	16,3 %	12,0 %	15,5 %	15,1 %	10,5 %	12,4 %	12,6 %	6,4 %	10,3 %	16,7 %
- hiervon DAX	15,7 %	11,5 %	15,6 %	15,5 %	10,9 %	12,3 %	11,2 %	6,4 %	10,6 %	18,0 %
- hiervon MDAX	17,1 %	12,6 %	15,4 %	14,7 %	9,9 %	12,5 %	14,5 %	6,3 %	9,8 %	15,0 %
Planvermögen										
Anteil Aktien	20,9 %	23,8 %	23,5 %	22,6 %	26,4 %	27,6 %	25,8 %	34,4 %	38,0 %	39,1 %
- hiervon DAX	22,8 %	24,5 %	24,9 %	23,0 %	26,5 %	27,1 %	25,1 %	33,7 %	36,8 %	36,1 %
- hiervon MDAX	17,9 %	22,7 %	21,1 %	21,8 %	26,4 %	28,5 %	27,0 %	36,1 %	40,6 %	48,3 %
Anteil Anleihen	45,4 %	44,6 %	49,1 %	51,0 %	51,7 %	51,1 %	51,1 %	46,2 %	44,8 %	46,0 %
- hiervon DAX	55,1 %	52,7 %	56,2 %	56,8 %	56,6 %	55,5 %	55,5 %	49,6 %	48,5 %	48,5 %
- hiervon MDAX	29,7 %	30,9 %	36,9 %	40,6 %	42,7 %	42,6 %	42,7 %	38,6 %	36,3 %	38,2 %
Anteil Immobilien	6,0 %	5,9 %	6,2 %	6,2 %	6,1 %	5,8 %	5,7 %	4,8 %	5,2 %	3,6 %
- hiervon DAX	3,6 %	3,6 %	3,7 %	4,2 %	4,5 %	4,3 %	4,4 %	3,7 %	4,0 %	4,0 %
- hiervon MDAX	9,9 %	9,9 %	10,1 %	9,4 %	8,8 %	8,5 %	8,2 %	7,1 %	7,9 %	2,2 %
Anteil Sonstiges	27,7 %	26,1 %	22,0 %	21,1 %	16,5 %	16,2 %	18,0 %	15,2 %	12,9 %	12,8 %
- hiervon DAX	18,4 %	19,8 %	16,0 %	17,0 %	13,3 %	14,0 %	15,9 %	13,8 %	11,4 %	12,2 %
- hiervon MDAX	42,7 %	36,5 %	31,9 %	28,2 %	22,2 %	20,5 %	22,0 %	18,3 %	16,7 %	15,4 %
Zuführung	227	174	226	187	152	197	157	338	362	255
- hiervon DAX	378	289	378	310	251	316	250	523	536	343
- hiervon MDAX	26	16	14	14	14	11	12	50	37	58
Planvermögensertrag	474	172	368	134	262	252	-223	162	229	322
- hiervon DAX	796	280	613	226	436	423	-364	265	367	532
- hiervon MDAX	29	23	29	7	22	15	-20	14	19	25
Planvermögensrendite	9,9 %	4,8 %	9,3 %	2,3 %	7,9 %	8,2 %	-1,8 %	4,2 %	7,5 %	NA
- hiervon DAX	10,9 %	5,0 %	10,2 %	2,9 %	8,0 %	9,0 %	-6,2 %	5,1 %	8,1 %	NA
- hiervon MDAX	8,6 %	4,6 %	8,1 %	1,5 %	7,7 %	7,0 %	4,6 %	2,7 %	6,6 %	NA
Diskontierungszinssatz	2,5 %	3,7 %	3,5 %	4,6 %	4,8 %	5,2 %	5,8 %	5,4 %	4,7 %	4,5 %
- hiervon DAX	2,6 %	3,8 %	3,5 %	4,7 %	4,9 %	5,4 %	5,9 %	5,4 %	4,8 %	4,6 %
- hiervon MDAX	2,3 %	3,7 %	3,4 %	4,5 %	4,6 %	5,1 %	5,7 %	5,4 %	4,5 %	4,3 %

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, Stand: 10.04.2015



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

© 2015 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 2015