

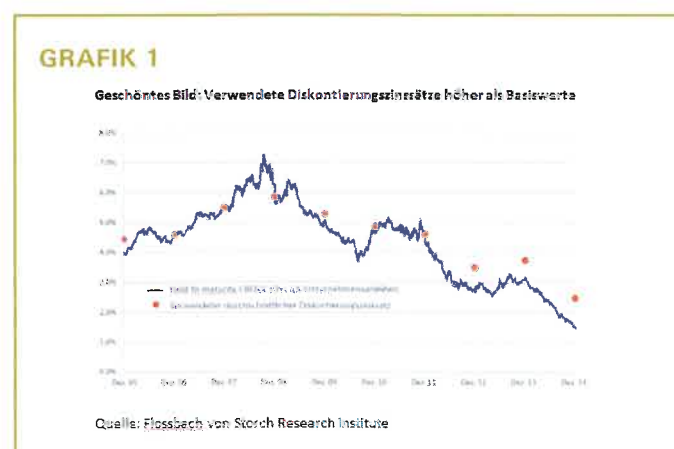
Pensionsverpflichtungen: Müssen Anleger bluten?

Axel Rose

Eine gemeinhin eher wenig beachtete Bilanzposition rückt immer stärker in den Fokus der Anleger: Die Pensionsrückstellungen. Mit jedem weiteren Niedrigzinsjahr steigt der dort verborgene bilanzielle Sprengstoff. Gerade für Mittelständler kann die Situation schnell existenzgefährdend werden. Die Gegenmaßnahmen der Unternehmen reichen von stärker beitragsorientierten Versorgungsplänen über risikoreichere Anlagen und Outsourcing bis zu Neuemissionen von Anleihen, Dividendenstreichungen und zielgerichteten Akquisitionen. Alles kursbeeinflussende Faktoren. Grund genug also für Investoren, genauer hinzuschauen.

5,125 Prozent Kupon. Was im heutigen Zinsumfeld nach Junk-Bond riecht, entpuppt sich bei genauerem Hinsehen als neue Anleihe eines Börsenschwergewichts. Nach zwei gescheiterten Anläufen im Frühjahr emittierte die Deutsche Lufthansa Anfang August eine neue Schuldverschreibung mit einem Volumen von einer halben Milliarde Euro und einer Laufzeit von 60 Jahren. Früheste Kündigungsmöglichkeit: Februar 2021. Warum finanziert sich ein milliardenschwerer DAX-Konzern langfristig zu solchen Konditionen, wenn Anleger andernorts nur einen Bruchteil erhalten? Die Antwort ist vielschichtig, doch ein gewichtiger Punkt findet sich tief im Anhang des aktuellen Geschäftsberichts. Die Pensionsverpflichtungen. Um 3,7 Milliarden Euro auf 18,7 Milliarden Euro schnellten diese im Geschäftsjahr 2014 in die Höhe. Ein Anstieg um rund 25 Prozent auf das 4,6-fache des Ende Dezember ausgewiesenen Eigenkapitals. Damit werden die Pensionsverbindlichkeiten für Lufthansa zunehmend zur Belastung der Bilanzstruktur.

Und hier kommt die neue Anleihe ins Spiel. Die frischen Mittel erhöhen nicht nur die Kapitalausstattung insgesamt, sondern können aufgrund der langen Laufzeit zur Hälfte dem Eigenkapital zugerechnet werden. Dafür wird dann auch die hohe Verzinsung in Kauf genommen. Das Zinsumfeld ist ja überhaupt erst Schuld an der Misere. Denn der bilanzielle Wert der Pensionsverpflichtungen ist nichts anderes als der Barwert der zukünftigen Pensionsansprüche. Je niedriger also der Abzinsungsfaktor, desto höher der Gegenwartswert. Entsprechend teuer kommt das niedrige Zinsumfeld die Unternehmen zu stehen. Von 3,8 Prozent 2013 auf 2,6 Prozent ein Jahr später fiel der Diskontierungszins bei der Lufthansa und ist damit der Hauptfaktor für den rasanten Anstieg der Pensionsverpflichtungen. Spinnt man die Situation weiter und kalkuliert statt mit 2,6 Prozent mit realitätsnäheren 1,5 Prozent (siehe Grafik 1: Geschöntes Bild) könnten die Pensionsverpflichtungen schnell auf ein existenzgefährdendes Ausmaß anwachsen.



VIELE WEGE, EIN ZIEL. Doch die Kranich-Airline steht mit dem Problem nicht alleine da. Die Pensionsverpflichtungen aller DAX-Konzerne wuchsen im vergangenen Jahr um 29 Prozent auf 392 Milliarden Euro, hat die Beratungsgesellschaft Towers Watson berechnet. Nie gab es einen größeren Anstieg. Kein Wunder, dass Lufthansa & Co. gegenzusteuern versuchen. Die Ansätze sind vielfältig. Linde und die Deutsche Post haben schon vor der Lufthansa Anleihen emittiert, um damit einen Teil der Pensionsverpflichtungen zu finanzieren und die betriebliche Altersvorsorge auf festere Beine zu stellen. Auch Bayer und Daimler haben ihre Pensionspläne mit milliardenschweren Zuschüssen bedacht.

Viele Unternehmen stellen bei neuen Pensionszusagen zudem wie die skandinavische Airline SAS von leistungsorientierten auf beitragsorientierte Pensionspläne um (defined contribution). Diese Lösung, bei der regelmäßig feste Beiträge an externe Pensionskassen oder betriebliche Kollektivversicherungen entrichtet werden, hat den Vorteil, dass das Zinsrisiko für die Unternehmen entfällt. Beitragsorientierte Pensionspläne müssen zudem

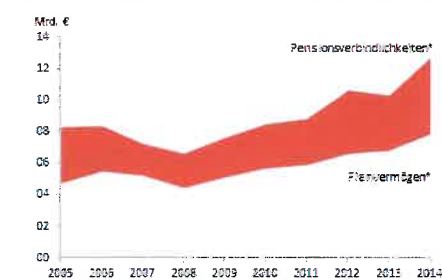
in der Bilanz nicht als Verpflichtung angesetzt werden, weil sie sich nicht über Rückstellungen, sondern durch künftige Beiträge des Unternehmens, die laufenden Aufwand darstellen, ausfinanzieren.

Überhaupt ist ein verstärkter Outsourcing-Trend zu beobachten. Indem die Pensionsverpflichtungen an einen externen Träger, beispielsweise einen Pensionsfonds, ausgelagert werden, verschwinden sie aus der Bilanz und mit ihnen das Zinsrisiko. Eine Auslagerung ist allerdings teuer. Denn die externen Träger müssen mit deutlich vorsichtigeren Rechnungsgrundlagen kalkulieren und berechnen einen erheblichen Aufschlag. Das können sich nur sehr liquide Unternehmen leisten. Gleiches gilt für einen weiteren innovativen Lösungsansatz: Konzerne mit Deckungslücken können Unternehmen mit hohen Pensionsvermögen zu kaufen. M&A-Spezialisten sehen darin tatsächlich einen Grund für die zuletzt hohe Übernahmeaktivität.

Weil vielen CFOs diese Möglichkeiten nicht offenstehen, greifen sie zu einem wesentlich näher liegenden Mittel: Sie erhöhen das Risiko ihrer Anlagestrategie. Insbesondere der Anteil alternativer Anlagen wie Immobilien, Hedge- und Private-Equity-Fonds ist zuletzt gestiegen. Und auch im Anleihebereich greifen Unternehmen laut Towers Watson bei der Kapitalanlage stärker auf High Yield Bonds und Schwellenländeranleihen zurück. Das Ergebnis kann sich sehen lassen: Im Durchschnitt erzielten die DAX-Konzerne 2014 – auch dank des allgemeinen Anstiegs der Anleiherenditen – eine Planvermögensrendite von über 10 Prozent.

HASE UND IGEL. Doch all diese Versuche erinnern an das Hase-Igel-Spiel: Was immer sich die Finanzchefs der Unternehmen auch einfallen lassen, der Zinsrückgang frisst es wieder auf. Allen Zuschüssen und Kursgewinnen zum Trotz, kann das Planvermögen gar nicht so schnell anwachsen, wie die Pensionsverpflichtungen aufgrund der niedrigen Zinssätze zunehmen. Dafür sorgt schon die Durationslücke, also die Tatsache, dass Anleihen kürzere Laufzeiten haben als Pensionsverpflichtungen. Die bittere Wahrheit: Es gibt keinen Königsweg, eine vollständige Immunisierung gegen das Zinsänderungsrisiko ist schlicht nicht möglich.

Das belegen auch die jüngsten Zahlen. Im Schnitt stiegen die Pensionsverpflichtungen gemäß einer kürzlich erschienenen Auswertung des Vermögensverwalters Flossbach von Storch im DAX 2014 von 11,5 Prozent auf 15,7 Prozent der Marktkapitalisierung. Und das bei deutlich steigenden Kursen. Gleichzeitig ist der Ausfinanzierungsgrad, also der Anteil, zu dem die Pensionsverpflichtungen vom Planvermögen gedeckt sind, von 65 auf 60 Prozent gefallen (siehe Grafik 2: Steigende Deckungslücke). Der Ausfinanzierungsgrad ist ein Indikator dafür, wie unabhängig künftige Pensionslasten von der Ertragslage eines Unternehmens sind. Ein niedriger Prozentsatz kann also auch ein Zeichen von Ertragsstärke sein. Denn übersteigt die interne Rendite die Kapitalmarktverzinsung, ist eine geringe Planvermögensbildung durchaus sinnvoll. Allerdings steigt auch die Zinsanfälligkeit und sollte die Ertragslage nachlassen, nimmt die reale Belastung aus der betrieblichen Altersvorsorge überproportional zu. Das geht auf Kosten des Eigenkapitals. In der Summe belasteten die Pensionen das Eigenkapital im DAX mit 45 Milliarden Euro. Die Pensionsverpflichtungen bergen damit zunehmend bilanziellen Sprengstoff. Es drohen vermehrte Insolvenzen wie die des Strumpfherstellers Kunert, den schwere Pensionslasten 2013 in die Knie zwangen.

GRAFIK 2**Brennpunkt Pensionsverpflichtungen: Die Deckungslücke steigt**

BRENNPUNKT MITTELSTAND. Mehr noch als für Konzerne gilt dies für Mittelständler. Grund sind Unterschiede in der Rechnungslegung. Bestimmt sich der Rechnungszins für die Bewertung von Pensionsverpflichtungen nach IFRS flexibel auf Basis von «high quality corporate bonds», wird nach HGB auf das durchschnittliche Marktzinsniveau der vergangenen sieben Jahre abgestellt. Entsprechend liegt der aktuelle HGB-Diskontierungssatz (Stand 31.07.2015) mit 4,17 Prozent deutlich über dem IFRS-Zins von 2,25 Prozent. In den Bilanzen nach HGB bilanzierender Mittelständler ist der Effekt des Zinsrückgangs demnach noch gar nicht voll sichtbar. Im Gegenteil, die Probleme fangen gerade erst an. Allein bis Ende dieses Jahr ist eine Senkung des Zinses auf 3,87 Prozent zu erwarten. Dadurch dürften sich die erforderlichen Rückstellungen deutlich erhöhen. Das kann für einzelne Unternehmen fatale Folgen haben, denn die hohen Rückstellungen fließen nach HGB direkt ins Ergebnis.

Laut einer aktuellen DIHK-Studie klagt schon jetzt weit über die Hälfte der Mittelständler über Sonderlasten durch Pensionsrückstellungen. Diese Klagen könnten sich in den kommenden 15 Jahren zu einer Deckungslücke von 4,1 Milliarden Euro ausweiten, befürchtet der Verband. Massive Einschnitte der Investitionstätigkeit inklusive. Zumal der Fiskus Zuführungen zu den Rückstellungen wie einen Gewinn des Unternehmens behandelt und hoch besteuert. Denn der steuerliche Rechnungszins ist unabhängig vom allgemeinen Zinsniveau auf unverhältnismäßige 6 Prozent festgeschrieben. Nach DIHK-Berechnungen zahlten mittelständische Unternehmen so seit 2008 mehr als 500 Millionen Euro auf fiktive Gewinne.

Können Konzerne noch auf eine Trendwende an den Finanzmärkten hoffen, wird die Mittelständler die Pensionsthematik aufgrund der Zinsglättung noch lange beschäftigen. Genauso wie die Aktionäre. Denn diese dürften verstärkt bluten. Vorreiter ist auch hier Lufthansa, die dieses Jahr kurzerhand die Dividende gestrichen hat. Ein genauer Blick in den Anhang lohnt sich deshalb mehr denn je.

AUTOR

Axel Rose ist ausgebildeter Bankkaufmann und Diplomvolkswirt und betreut bei der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG mittelständische Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt.