

Treasury Blickpunkt

LBBW Research | Privat- und Unternehmenskunden

Aktives Pensionsmanagement erforderlich

In aller Kürze:

- In Deutschland wachsen die Pensionsverpflichtungen seit Jahren an.
- Gestiegener Abzinsungssatz sorgt jüngst für Entlastung bei den Pensionsrückstellungen.
- Anstehende Rentenzahlungen können die Liquidität von Unternehmen belasten.
- Unternehmen sollten das Pensionsmanagement nicht aus den Augen verlieren.

Andreas da Graça

Analyst

andreas.dagraca@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de
www.LBBW.de/Research

Einleitung

Kein Unternehmen bleibt von der demografischen Entwicklung verschont. Zwischen 2025 und 2035 scheidet der Großteil der Baby Boomer aus dem Arbeitsmarkt aus und geht in die Rente. Daher sollten Unternehmen neben der Ausbildung von Fachkräften das Thema Pensionsmanagement nicht aus den Augen verlieren. Der Bedarf an betrieblicher Vorsorge für Beschäftigte in jeder Unternehmensgrößenklasse ist weiterhin groß. Das Umfeld wieder fallender Zinsen stellt Unternehmen mit klassischen Pensionszusagen vor erneute Anforderungen. Die Untersuchungsergebnisse zeigen, dass die Rückstellungen für Pensionsverbindlichkeiten von 2010 bis 2020 sowohl bei deutschen Großkonzernen als auch bei KMU kräftig stiegen. Für den Großteil davon nahm diese Entwicklung glücklicherweise kein existenzbedrohendes Ausmaß an. Um die bilanzielle Anfälligkeit zu reduzieren, sind viele Unternehmen in den letzten Jahren auf bAV-Durchführungswege mit geringeren Risiken für die Bilanz umgestiegen.

**Pensions-
management nicht
aus den Augen
verlieren**

Durchführungswege der bAV

Es stehen verschiedene Möglichkeiten der betrieblichen Altersversorgung zur Verfügung, die teilweise unterschiedliche Auswirkungen auf die Bilanzierung, den Ertrag und die Finanzströme eines Unternehmens haben. Das deutsche Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung (BetrAVG) nennt fünf Formen:

- Betriebliche Direktzusagen
- Pensionskassen
- Direktversicherungen
- Pensionsfonds
- Unterstützungskassen

Je nach Art der Alterssicherung bestehen unterschiedliche Verpflichtungen der Unternehmen. Grundsätzlich wird zwischen **beitragsorientierten** und **leistungsorientierten** Zusagen unterschieden. Zusätzlich wird die Form der Finanzierung unterschieden, handelt es sich um eine Entgeltumwandlung (Finanzierung durch die Mitarbeitenden), eine reine Finanzierung durch den Arbeitgeber oder eine Mischvariante.

Bei einer **beitragsorientierten Zusage (defined contribution)** zahlt das Unternehmen einen bestimmten Betrag zum Beispiel in eine Direktversicherung und sagt den Arbeitskräften zu, dass die Zahlungen aus der Direktversicherung ihnen im Alter als Betriebsrente zustehen. Hierbei hat das Unternehmen als Versicherungsnehmer keine weiteren Verpflichtungen in der Zukunft außer der aktuellen Zahlung des Betrags und der Sicherstellung, dass das Vertragswerk der Direktversicherung den Regelungen des BetrAVG entspricht. Gemäß [§ 1 BetrAVG](#) (Zusage des Arbeitgebers auf betriebliche Altersversorgung) steht der Arbeitgeber für die Erfüllung der zugesagten Leistungen auch dann ein, wenn die Durchführung nicht unmittelbar über ihn erfolgt. Eventuelle Zinsänderungsrisiken trägt der Arbeitnehmer (wenn der Auszahlungsbetrag der Direktversicherung durch eine Niedrigzinsphase geringer als erwartet ausfällt). Eine Garantie bekommt der Arbeitnehmer auf die Mindestleistung, die sich aus den insgesamt gezahlten Beiträgen, ohne erwirtschaftete Erträge, und abzüglich der Beiträge, die zur Absicherung für vorzeitige Risiken (Berufsunfähigkeit und Todesfall) verwendet wurden, berechnet. Das Unternehmen muss für die Mindestleistung einstehen, wenn sie seitens eines externen Versorgungsträgers nicht erbracht wird. Zu den beitragsorientierten Zusagen gehören ebenfalls z.T. Pensionskassen und Pensionsfonds (sofern das Unternehmen keine weitere Haftung für die Höhe der Pensionszahlung übernimmt). Erfolgt die bAV also über einen der Durchführungswege **Unterstützungskasse, Pensionskasse, Pensionsfonds** oder **Direktversicherung**, liegt eine **mittelbare Zusage** vor. Inzwischen kommt auch das **Sozialpartner-Modell** als Pensionszusage teilweise zum Einsatz. Hier steht der Arbeitgeber nur für vereinbarte Sicherungsleistungen ein.

Bei **leistungsorientierten Zusagen (defined benefit)** garantiert der Arbeitgeber dem Angestellten einen bestimmten Betrag und/oder eine bestimmte Steigerungsrate im Alter. Entsprechend ist der Arbeitgeber für die Zahlung an die Belegschaft in der Ruhestandsphase stärker verantwortlich. Die finanzielle Verpflichtung kann im Unternehmen bilanziert oder durch Zahlungen an fremde Institutionen ausgelagert werden. Der erste Fall entspricht der in Deutschland häufigsten Form der betrieblichen Altersvorsorge, der **Direktzusage (unmittelbare Versorgungszusage)**. Der Arbeitgeber garantiert hier eine bestimmte Zahlung im Alter, die dann vom Unternehmen erwirtschaftet werden muss. Im Falle einer Auslage-

Leistungs- oder beitragsorientierte Zusagen

Durch Aufbau externer Pensionsvermögen sollen die zukünftigen Zahlungen für Pensionen vom operativen Geschäft getrennt werden

ung an externe Versorgungsträger werden die gesamte Verpflichtung oder Teile davon ausgelagert. Die externe Institution baut auf Basis der Zahlungen des Arbeitgebers ein entsprechendes Vermögen auf mit dem Ziel, daraus die späteren Pensionszahlungen zu leisten. Damit ist das Unternehmen in der Ruhestandsphase von der Zahlung entlastet. Das Unternehmen ist weiterhin für die Zahlung der Versorgungsleistung haftbar, sodass es eine mögliche Differenz zwischen dem zugesagten und dem von der externen Institution erwirtschafteten Betrag zahlen muss und entweder nachfinanzieren oder eine Pensionszusage bilden muss.

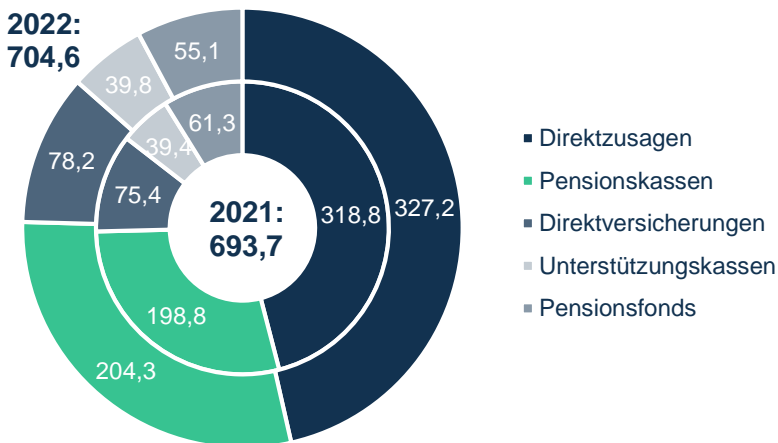
Aufgrund der teilweise weit in der Zukunft liegenden Zahlungsphase werden die zukünftigen Verpflichtungen im Rahmen einer Sterbetabelle ([Heubeck-Richttafeln 2018 G](#)) geschätzt und auf den heutigen Zeitpunkt diskontiert. Dieser Betrag entspricht dann der aktuellen **Pensionsverpflichtung** des Arbeitgebers.

Das Unternehmen muss für eine Zusage einer betrieblichen Altersversorgung eine **Rückstellung** bilden, da es das Zahlungsrisiko im Alter oder bei Renteneintritt trägt. Entsprechend bilden **Pensionsrückstellungen** zum einen die **Verpflichtung aus Direktzusagen** sowie im Falle einer zumindest teilweisen Auslagerung die **Differenz** zwischen dem **angesparten externen Vermögen** sowie den **Pensionsanwartschaften** des Unternehmens ab.

Direktzusage als häufigste Form der Pensionszusage

In Deutschland sind die Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung – also die Vermögenswerte, mit denen die Verpflichtungen in der betrieblichen Altersversorgung bei Eintritt des Leistungsfalls bedient werden, kurz: die Pensionsverpflichtungen – von 380 Mrd. DM 1990 auf 704,6 Mrd. EUR 2022 angewachsen. Die Deckungsmittel sind damit – unter Berücksichtigung einer Umrechnung in Euro – um 262 % angestiegen. Dies geht aus der aba-Statistikreihe 2024 hervor (aba - Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V.).

Abb. 1: Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung in Mrd. EUR; äußerer Kreis 2022, innerer Kreis 2021



Stand: Juli 2024
 Quellen: aba Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V., Klein R. (2024): Die Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung in 2022, in: Betriebliche Altersversorgung, Heft 5/2024, S. 462 f., LBBW Research

Die Anteile der Deckungsmittel nach den einzelnen Durchführungswegen haben sich seit 1990 unterschiedlich entwickelt (s. Abb. 2): Der Löwenanteil entfällt 2022 immer noch auf Direktzusagen. Jedoch verringerte sich ihr Anteil um 12,8 Prozentpunkte auf 46,4 % (1990: 59,2 %) und jener der Pensionskassen stieg um 7,9 Prozentpunkte auf 29 % (1990: 21,1 %). Die Direktversicherungen steigerten ihren Anteil an den De-

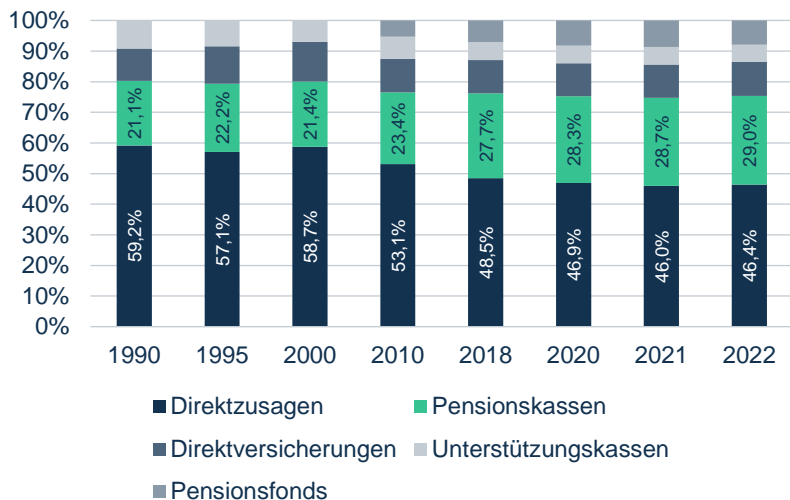
Alternativ decken Pensionsrückstellungen die im Unternehmen verbleibenden Pensionsverpflichtungen ab

Pensionsverpflichtungen in Deutschland 2022: 705 Mrd. EUR

ckungsmitteln um 0,6 Prozentpunkte auf 11,1 % (1990: 10,5 %). Der Anteil der Unterstützungskassen fiel um 3,6 Prozentpunkte auf 5,6% (1990: 9,2 %). 2005 betragen die Deckungsmittel bei den Pensionsfonds 1,2 Mrd. EUR. Im Jahr 2022 waren es 55,1 Mrd. EUR und somit mehr als 45-mal so viel. Der Anteil der Pensionsfonds an den gesamten Deckungsmitteln 2022 betrug 5,6 %.

Abb. 2: Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung

Entwicklung der Anteilswerte seit 1990



Anteil der Direktzusagen fällt und Anteil der Pensionskassen steigt

Stand: Juli 2024

Quelle: aba Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V., Klein R. (2024): Die Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung in 2022, in: Betriebliche Altersversorgung, Heft 5/2024, S. 462 f.; davor Klein R. Heft 5/2023, Heft 4/2022, 4/2020, LBBW Research

Altersvorsorge wichtiger denn je

Pensionen sind bisher (k)ein Problem

Neben der gesetzlichen Rente und privaten Vorsorge ist die betriebliche Altersvorsorge (bAV) ein wichtiger Baustein der finanziellen Absicherung für das Alter der abhängig Beschäftigten. In Deutschland bieten viele kleine und mittlere Unternehmen (KMU), die nach HGB bilanzieren, eine Betriebsrente an. Dadurch leisten sie einen erheblichen Beitrag zur Absicherung des Lebensstandards ihrer ehemaligen Beschäftigten im Alter. Jedoch bereitete die Ära der Niedrig- und Negativzinsen der bAV einige Probleme. Die größte Herausforderung: Unternehmen, die ihren Beschäftigten über eine Direktzusage eine Betriebsrente zugesichert haben, mussten in der Niedrigzinsphase für die künftigen Pensionszahlungen mehr Rückstellungen bilden. Dies belastet nicht nur den Finanzierungszugang der Unternehmen, sondern hemmt auch dringend notwendige Investitionen. In politischen und wirtschaftlichen Diskussionen sorgen die gestiegenen Pensionsrückstellungen oft für Sprengstoff und sie werden medial sogar als tickende Bilanzbomben bezeichnet. Allerdings wird oft nicht beachtet, dass das wahre Risiko in der anstehenden Liquiditätsbelastung liegt. So werden beispielsweise die nötigen Rentenzahlungen an die ausscheidenden Baby Boomer häufig nicht aus separat angesparten Geldern gezahlt, sondern aus dem Cashflow. Dies kann die Liquidität zunehmend schwächen. Gerade im Mittelstand könnte es dazu kommen, dass in der derzeitigen konjunkturellen Schwächephase die nötige Liquidität fehlt, um die Pensionäre zu bezahlen. Bevor das Generationenproblem bei den Unternehmen an die Substanz geht, empfiehlt es sich an erster Stelle, das Pensionsmanagement aktiv anzugehen.

Niedrigzinspolitik verstärkte die bAV-Problematik

Rentenzahlungen können Liquidität belasten

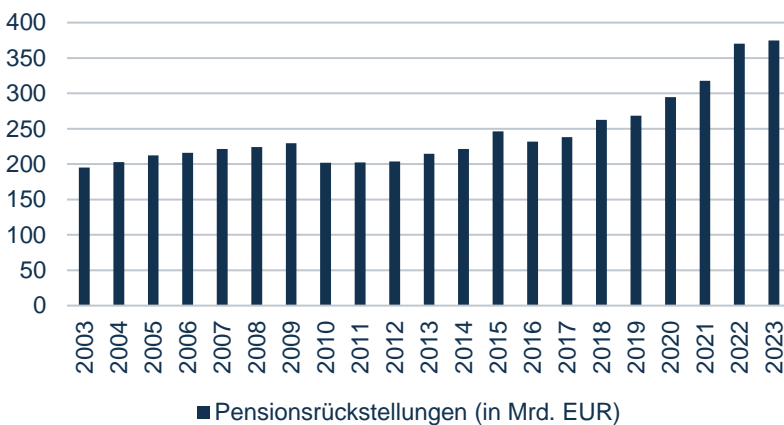
Pensionsmanagement aktiv angehen

Der deutsche Unternehmenssektor war in der Vergangenheit hinsichtlich seiner Rentabilität, Liquidität und Stabilität gut aufgestellt, um den Herausforderungen der Zinswende Mitte 2022 zu begegnen. Die geldpolitische Straffung 2022 bedeutete für die Unternehmen zuvorderst eine Verteuerung der Außenfinanzierung und der Schuldendienstkosten für neue Verbindlichkeiten. Der geldpolitische Impuls übertrug sich aufgrund der gestaffelten Laufzeiten bestehender Verbindlichkeiten und der allmählichen Anhebung des Leitzinses mit einer gewissen Verzögerung und entfaltete seine volle Wirkung auf die Ertrags- und Finanzungsverhältnisse der Unternehmen in den vergangenen zwei Jahren (2023 und 2024). Insbesondere der Personalaufwand nahm im Zuge des Personalszuwachses, starker Lohnsteigerungen sowie gesteigener Pensionsrückstellungen kräftig zu.

Der hohe Anstieg der bilanzierten Pensionsrückstellungen (PRST) 2022 geht wesentlich darauf zurück, dass die Zeitwerte von mit den Verpflichtungen für Pensionen verrechneten Vermögensgegenständen (nach [§ 246 Abs. 2 Satz 2 HGB](#)) stark sanken. Für den Rückgang der Zeitwerte waren die insgesamt schwachen Renten- und Aktienmärkte 2022 mit ursächlich. Im Gegensatz dazu nahmen 2023 die Pensionsrückstellungen nur leicht zu (s. Abb. 3). Diese relative Entlastung dürfte dabei vom wieder ansteigenden Rechnungszinssatz angesichts der Zinswende gekommen sein. Der jüngste Anstieg des Rechnungszinses (s. Abb. 6) dürfte auf die Pensionsrückstellungen in den Jahresabschlüssen 2024 dämpfende Auswirkungen gehabt haben (Bundesbankdaten zu Pensionsrückstellungen sind erst 2026 verfügbar und in Abb. 3 sichtbar). Im laufenden Jahr steht eine wichtige Änderung an. Ab 2025 entfällt die Übergangsregelung nach BilMoG, sodass sich die HGB-Pensionsrückstellung vollständig am Erfüllungsbetrag nach § 253 HGB orientiert.

Gestiegener Abzinsungssatz sorgt für Entlastung bei den Pensionsrückstellungen

Abb. 3: Handelsrechtliche Netto-Pensionsrückstellungen der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland

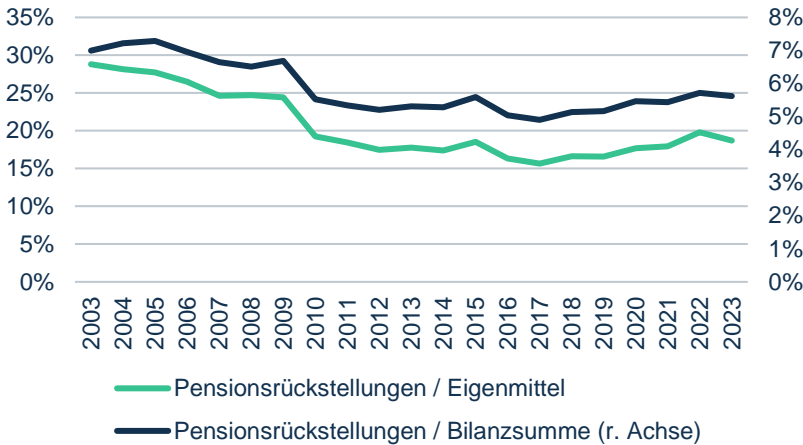


Quellen: Bundesbank, LBBW Research

Wie bereits erwähnt, müssen Unternehmen, die sich für die Direktzusage als Form der bAV entscheiden, die zukünftigen Zahlungsansprüche in der Bilanz in Form von Pensionsrückstellungen berücksichtigen. Um die Entwicklung der Pensionsrückstellungen in den letzten Jahren in Abb. 3 zu verdeutlichen, wurde als Datengrundlage die „Unternehmensabschlussstatistik“ (Daten bis 2022) sowie der Monatsbericht Dezember 2024 (Daten für 2023) der Deutschen Bundesbank herangezogen. Dieser Jahresabschlussdatenpool führt Bilanzen und Erfolgsrechnungen rechtlich selbstständiger nichtfinanzieller deutscher Unternehmen aus unterschiedlichen Quellen zusammen (anonymisierte Angaben von Kreditinstituten und Kreditversicherern, Daten aus dem Refinanzierungsgeschäft der Bundesbank, öffentliche Quellen). Insgesamt stehen auf diese Weise jährlich Einzelabschlüsse von ca. 130.000 Unternehmen zur Verfügung, die etwa zwei Drittel der Umsätze nichtfinanzieller deutscher Unternehmen abdecken. Gemessen an der Bilanzsumme und an den Eigenmitteln

stiegen die Pensionsrückstellungen seit 2017 an. Sie verharren mit einem Verhältnis von jeweils 6 % und 19 % auf dem Niveau von Mitte des letzten Jahrzehnts (s. Abb. 4).

Abb. 4: PRST aller nichtfinanzieller Unternehmen im Verhältnis zu Eigenmittel (EK) und Bilanzsumme (BS) in Deutschland (Aggregat)

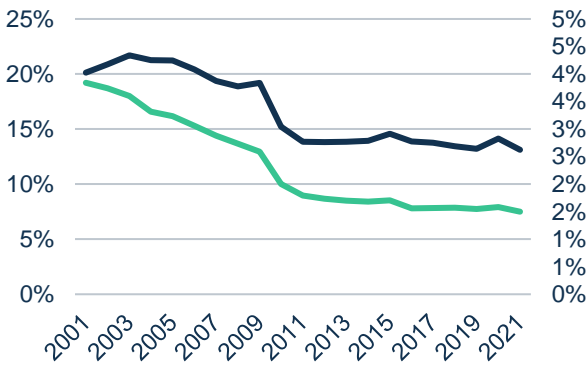


Quellen: Bundesbank, LBBW Research

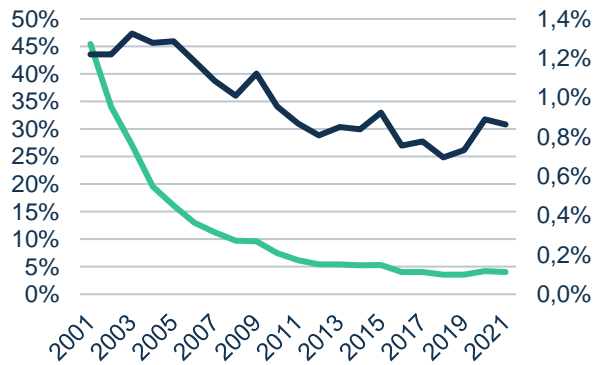
Ein genauerer Blick zeigt, dass die generelle Unternehmensgröße sowie die Rechtsform eine entscheidende Rolle beim Verhältnis der Pensionsrückstellungen zur Bilanzsumme (BS) und zum Eigenkapital (EK) spielen (s. Abb. 5). Die granularen Daten reichen hierbei nur bis 2021. Kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU, Umsätze unter 50 Mio. EUR) weisen seit Beginn der vergangenen Dekade geringere Verhältniskennzahlen auf als Großunternehmen – dies gilt sowohl für Kapitalgesellschaften als auch für Nichtkapitalgesellschaften.

Abb. 5: PRST im Verhältnis zu EK (grüne Linie) und BS (blaue Linie, r. Achse) in Deutschland bei...

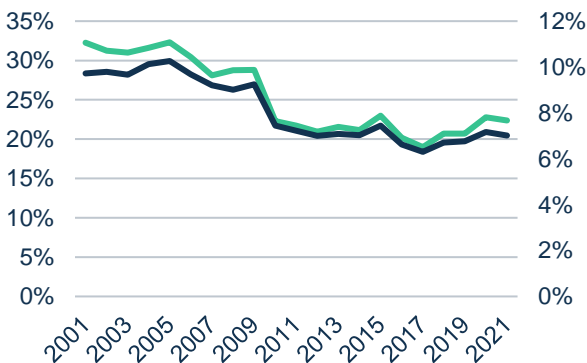
...kleinen und mittelgroßen Kapitalgesellschaften



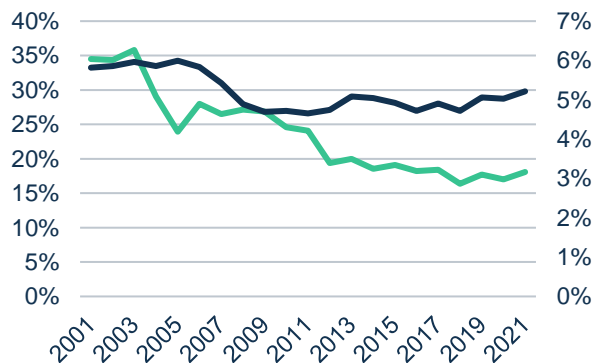
...kleinen und mittelgroßen Nichtkapitalgesellschaften



...großen Kapitalgesellschaften



...großen Nichtkapitalgesellschaften



Quellen: Bundesbank, LBBW Research

HGB-Rechnungszinsen für Pensionsrückstellungen drehen nach oben

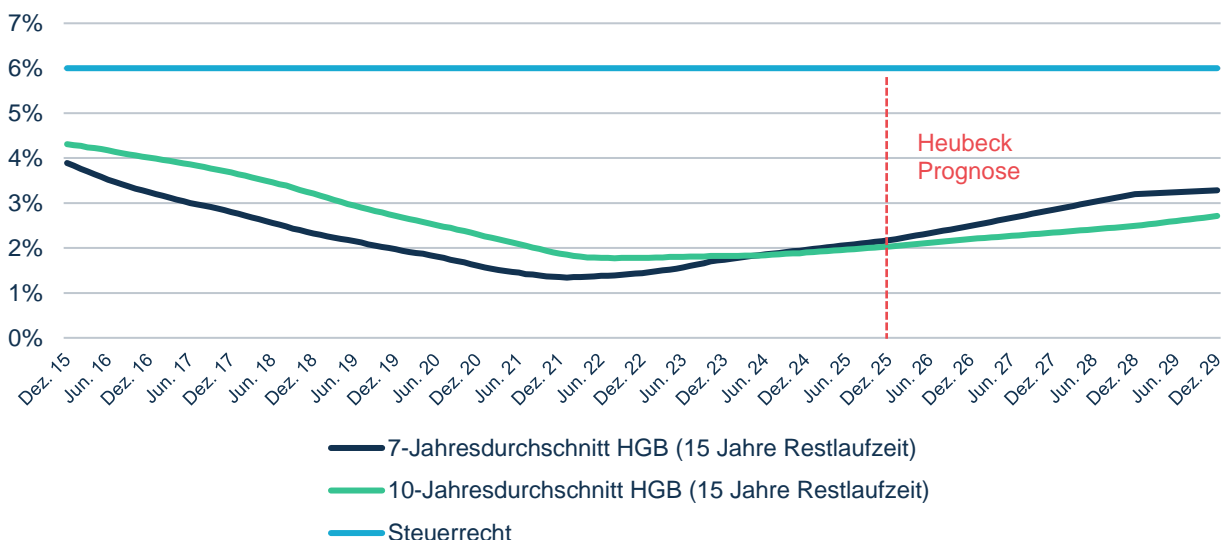
Laut [§ 253 Abs. 2 HGB](#) sind Rückstellungen für Altersversorgungsverpflichtungen mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr mit dem ihrer Restlaufzeit entsprechenden durchschnittlichen Marktzinssatz der zurückliegenden zehn Geschäftsjahre abzuführen. Der deutliche Anstieg der Notenbankzinsen bis Mitte 2023 wirkt aufgrund der Durchschnittsbeurteilung erst verzögert auf den Abzinsungszinssatz und damit auf die Pensionsrückstellungen der Unternehmen. Die Bundesbank veröffentlicht jeden Monat die Zinssätze für die HGB-Bilanzierung. Für die HGB-Bewertung kommt der 7- und 10-Jahres-Durchschnitt des Zinssatzes von erstklassigen Unternehmensanleihen mit 15-jähriger Restlaufzeit zur Anwendung.

Der HGB-Rechnungszinssatz erreichte für den 7-Jahresdurchschnitt im Januar 2022 einen Tiefpunkt bei 1,34 %. Im August 2022 wurde das Tief für den 10-Jahresdurchschnitt bei 1,77 % erreicht. Zum Jahresende 2022 betrug der 10-Jahresdurchschnitt lediglich 1,78 % – das niedrigste Niveau aller Jahresschlussstände. Im Vorjahr (31. Dezember 2021) waren es noch 1,87 %. Seither zeichnen sich jedoch die Entlastungen durch die geldpolitische Wende mehr und mehr ab. Zum Jahresultimo 2023 stieg der Abzinsungszinssatz auf 1,82 % und erhöhte sich 2024 sogar auf 1,90 %.

Da der HGB-Rechnungszins ein Durchschnittszins ist, ist zumindest die kurzfristige Entwicklung gut abschätzbar. Die Heubeck AG, einer der meinungsbildenden Pensionsberater, verwendet für die Hochrechnung der zu erwartenden Zinssätze die ebenfalls monatlich von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Renditen der Euro-Festzinsswaps. Den (laufzeitunabhängigen) Risikoaufschlag leitet Heubeck aus dem Vergleich der Rendite des Indexes „iBoxx Corporates AA“ mit der Rendite der Euro-Festzinsswaps mit gleicher Laufzeit ab. Unter der Annahme, dass die Renditen von Unternehmensanleihen, die letztlich maßgeblich sind für die Höhe der zu verwendenden Zinssätze, weiterhin steigen oder auf einem unveränderten Niveau verbleiben, ist in den kommenden Jahren von weiterhin deutlich steigenden Zinssätzen für die 15-jährige Restlaufzeit auszugehen. Damit dürften einige Unternehmen in den kommenden Jahren von Entlastungen bei ihren Pensionsverpflichtungen profitieren.

Pensionsberater rechnen mit steigenden Zinsen

Abb. 6: Entwicklung der Rechnungszinsen für Pensionsrückstellungen



Quellen: Bundesbank, Heubeck, LBBW Research

Großkonzerne näher an der Realität

Während im Konzernabschluss nach HGB die Renditen über die letzten zehn Jahre geglättet werden, erfolgt beim Konzernabschluss nach internationalen Regeln (IFRS) eine Bewertung zum stichtagsaktuellen Niveau.

Die für die Berechnung der Rückstellungen maßgeblichen Zinssätze für die IFRS-Bilanz leiten sich aus der Rendite erstklassiger europäischer Unternehmensanleihen mit 15-jähriger Laufzeit ab. Der Diskontierungszinssatz für Pensionsrückstellungen orientiert sich am Zinssatz für langfristige europäische Unternehmensanleihen hoher Qualität (AA). Die betrachtete Laufzeit orientiert sich an der Duration der Pensionsrückstellungen. Eine häufig verwendete Referenz für „high quality corporate bonds“ ist der Zins des Index iBoxx Euro Corporates AA10+ (Firmenanleihen mit AA-Ratings), der üblicherweise von Standardsetzern, Wirtschaftsprüfern und Aktuarien herangezogen wird. Darüber hinaus werden Bewertungsänderungen nicht in der GuV, sondern im sonstigen Ergebnis berücksichtigt und beeinflussen damit zwar das Eigenkapital (Other Comprehensive Income, OCI), nicht aber den Periodengewinn.

Als Folge der Bilanzierungsvorschriften ergeben sich teilweise erhebliche Unterschiede bei der Höhe der Pensionsrückstellungen, da ein Zinsunterschied von 1 % ungefähr eine Wertänderung von 10 % bis 22 % der Pensionsrückstellungen nach sich zieht. So mussten Unternehmen für die Steuerbilanz 2022 einen Zinssatz von 6 % nehmen, während der HGB-Zinssatz bei 1,78 % lag und sich der IFRS-Zinssatz im Jahresverlauf 2022 in einer Spanne von 0,98 % bis 3,77 % bewegte. Entsprechend ergaben sich erhebliche Unterschiede bei der Höhe der Pensionsrückstellungen.

Im folgenden Beispiel (s. Abb. 7) haben wir unterschiedliche Zinssätze unter der Annahme einer gleichmäßigen Diskontierung von 100 Mio. EUR Pensionsverpflichtungen über unterschiedliche Laufzeiten sowie unterschiedlichen Zinssätze berechnet. So würde zum Beispiel eine Zinssenkung von 3 % auf 2 % bei einer Laufzeit von 15 Jahren zu einem Anstieg der Pensionsverpflichtungen von 64,2 Mio. EUR auf 74,3 Mio. EUR führen, was eine Erhöhung um 15,8 % bedeuten würde.

Abb. 7: Änderungen des Diskontierungszinssatzes
bei 100 Mio. EUR Pensionsverpflichtungen

Zinssatz	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre
6%	55,8	41,7	31,2
5%	61,4	48,1	37,7
4%	67,6	55,5	45,6
3%	74,4	64,2	55,4
2%	82,0	74,3	67,3
1%	90,5	86,1	82,0

Fallbeispiel anhand eigener Berechnung (z.B. 10 Jahre bei 6%: $\frac{100}{(1+0,06)^{10}} = 55,8$)

Quelle: LBBW Research

In der Praxis ist die Berechnung etwas komplizierter, da die Pensionsverpflichtungen je nach Anzahl und Alter der Berechtigten konkret über die einzelnen Laufzeiten berechnet werden. Dazu werden Annahmen bzw. Wahrscheinlichkeiten über den Eintritt und die Dauer der erwarteten Pensionszahlung versicherungsmathematisch berechnet. Wichtige

Realitätsnähe des IFRS-Konzernabschlusses

Einflussfaktoren sind dabei unter anderem die zu erwartende Lebenszeit, die Gehaltsentwicklung, eine Hinterbliebenenversorgung oder auch die Wechselwahrscheinlichkeit eines Arbeitnehmers.

Der wichtigste Hebel ist, ob es sich um eine Renten- oder Kapitalzusage für den Arbeitnehmer handelt. Teilweise gibt es auch Mischsysteme mit unterschiedlichen Rechten für die Arbeitnehmer und Arbeitgeber. Da die einzelnen Berechnungsbestandteile aber relativ fix sind, lässt sich der Einfluss des Diskontierungszinssatzes näherungsweise wie in der obigen Abbildung verdeutlichen.

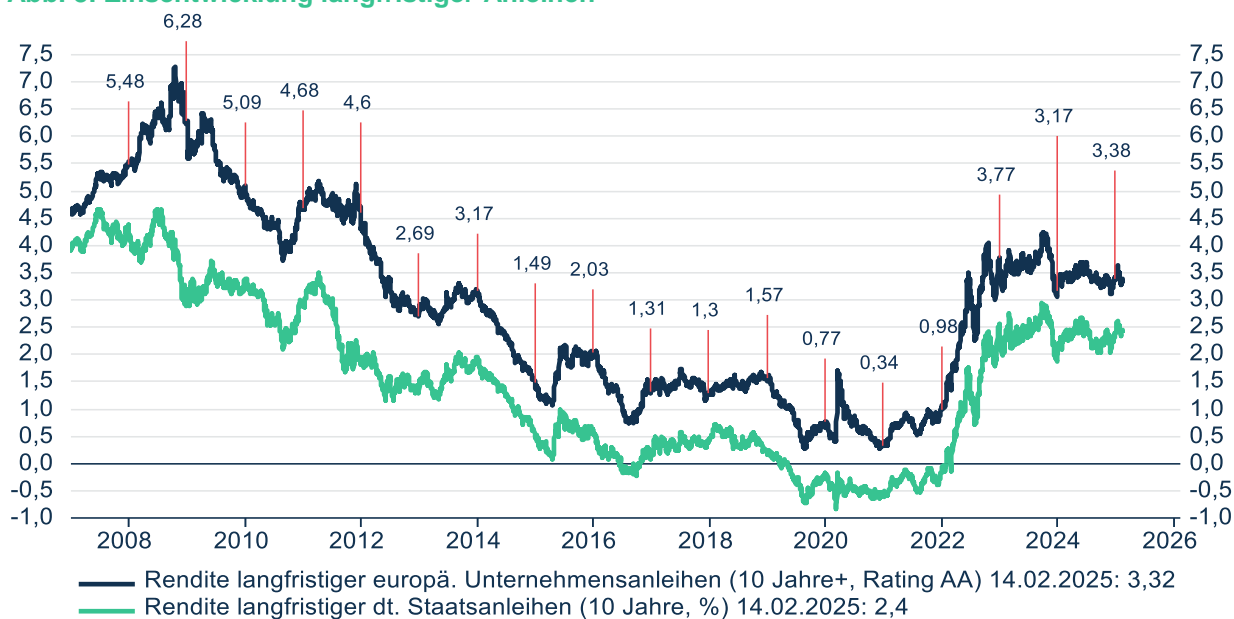
Renditen von Unternehmensanleihen sinken wieder

Während der Corona-Pandemie war bei langfristigen Unternehmensanleihen eine ähnliche Bewegung wie bei Staatsanleihen zu verzeichnen. Nach einem spürbaren Zinsanstieg folgte ein rapider Rückgang bis Jahresultimo 2020. Das dürfte für Q4 2020 unmittelbare Auswirkungen für Unternehmen mit einer Bilanzierung nach IFRS gehabt haben. Die Rendite langfristiger europäischer Unternehmensanleihen erstklassiger Bonität, die als Referenz für den IFRS-Diskontierungssatz für langfristige Rückstellungen dient, notierte zum Abschlussstichtag 31. Dezember 2020 mit 0,34 % auf dem historisch niedrigsten Niveau. Niedrigere Zinssätze führen – wie zuvor dargelegt – zu höheren Verpflichtungswerten und sorgen so für eine Belastung der Bilanzen (die Effekte werden dabei als sogenannte versicherungsmathematische Verluste direkt im Eigenkapital erfasst). Mit Beginn des EZB-Leitzinszyklus Mitte 2022 stiegen auch die Renditen wieder. Sie erreichten zum Jahresultimo 2022 rund 3,77 %, was im Umkehrschluss zu einer massiven Entlastung bei den Pensionsrückstellungen führte.

Im Gesamtbild müssen die nach IFRS bilanzierenden Unternehmen jedoch wieder sinkende Rechnungszinsen und damit steigende Pensionslasten hinnehmen. Zum Jahresende 2023 betragen die Rechnungszinsen 3,17 % und Ende 2024 rund 3,38 %. Die Mitarbeiterzahl bzw. das durchschnittliche Alter der Mitarbeiter dürften sich hingegen nicht so stark verändert haben. Die mögliche Belastung im laufenden Jahr ist noch offen, da die Volatilität am Rentenmarkt stark zugenommen hat. Die Unternehmensanleiherenditen könnten jedoch weiter sinken.

In Zeiten niedriger Zinsen muss das Unternehmen höhere Beträge zurückstellen, um die künftigen Pensionszahlungen leisten zu können

Abb. 8: Zinsentwicklung langfristiger Anleihen



Hinweis: iBoxx Euro Corporates AA 10+ (Kennung in Datastream: IBC2A10; verwendete Indexreihen Redemption Yield (RY))
 Quellen: LSEG, LBBW Research

DAX im Blick

Pensionsverpflichtungen werden nicht weniger

Jahrzehntlang gaben Unternehmen ihre Rentenversprechen nach dem sogenannten Defined Benefit Modell (leistungsorientierte Pensionszusagen). Sie garantierten Arbeitnehmern damit die Höhe der Rente zum Pensionseintritt. Damit übernahmen sie allerdings auch das Zinsrisiko, denn nur bei entsprechendem Anlageerfolg der Pensionsvermögen können sie ihr Versprechen ohne Probleme halten. Jahrzehntlang ging das gut – in der andauernden Niedrigzinsperiode aber droht das Defined Benefit Modell vielen Unternehmen zum Verhängnis zu werden. Einige stellen daher nun auf das sogenannte Defined Contribution-Modell (beitragsorientierte Pensionszusagen) um. Demnach garantiert das Unternehmen nicht mehr die Höhe der Auszahlung, sondern nur die Höhe des Beitrags zur Betriebsrente, die für den Mitarbeiter angelegt wird.

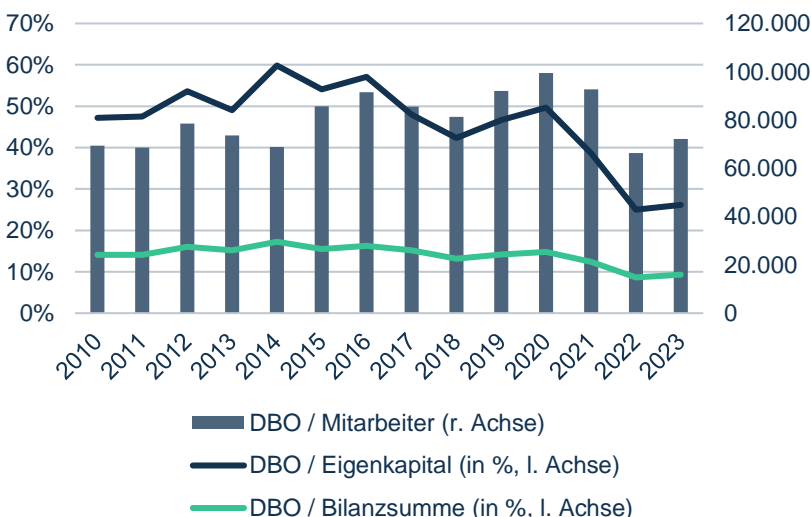
Die deutschen Blue Chips, die sich bis zum 31.12.2024 im DAX befanden (ohne Finanzwerte, wie z.B. Allianz, Deutsche Bank, Münchener Rück und Deutsche Börse), haben 2023 aufsummierte **Pensionsanwartschaften bzw. Pensionsverpflichtungen** (DBO, Defined Benefit Obligation) von knapp 273 Mrd. EUR ausgewiesen – ein Plus von 6 % gegenüber 2022. Der Anwartschaftsbarwert ist der versicherungsmathematische Barwert der Gesamtkosten aller verfallbaren und unverfallbaren Pensionsansprüche, die durch die Pensionsleistungsformel auf Leistungen von Mitarbeitern am Ende des Zeitraums angerechnet wurden.

Im Verhältnis zur aufsummierten Bilanzsumme in Höhe von 2,92 Bio. EUR betragen die Pensionsanwartschaften immerhin rund 9 % der Bilanzsumme oder beachtliche 26 % des Eigenkapitals. Pro Mitarbeiter entsprach dies rund 72 Tsd. EUR (s. Abb. 9).

Im Coronajahr 2020 wurde mit 377 Mrd. EUR ein Rekordhoch der Anwartschaften erreicht. In Relation zur Bilanzsumme (2,54 Bio. EUR) erreichten diese 15 %. Das Verhältnis zum Eigenkapital belief sich auf beachtliche 50 %. Pro Mitarbeiter entsprach dies rund 99 Tsd. EUR.

Die DAX-Unternehmen haben Pensionsverpflichtungen von 273 Mrd. EUR

Abb. 9: DAX: Pensionsanwartschaften (DBO) im Verhältnis zu MA, EK, BS



MA = Mitarbeiter, EK = Eigenkapital, BS = Bilanzsumme
DBO (Defined Benefit Obligation) via Bloomberg (is_projected_benefit_obligation) oder via Refinitiv (TR.TotalPlanObligations)
Quellen: Bloomberg, LBBW Research

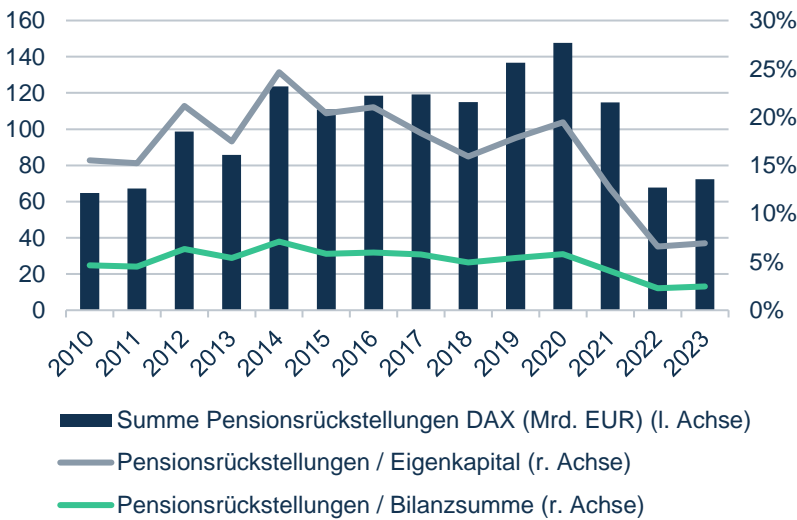
Der Anstieg der Pensionsverpflichtungen von 2022 auf 2023 ist vor allem auf die Entwicklung des **Rechnungszinssatzes** zurückzuführen. Die betrachteten DAX-Unternehmen mussten den Rechnungszins für die Abzinsung der Pensionsverpflichtungen gegenüber 2022 deutlich senken. Der

geschätzte Zinssatz nach IFRS, der zur Berechnung des Marktwerts der Pensionsverpflichtungen verwendet wird, sank von 4,0 % auf 3,6 % (Mittelwert und Median). Die Erhöhung der Verpflichtungswerte durch den gesunkenen Rechnungszinssatz stellt eine rein bilanzielle Belastung dar. Sie belastet nicht den Unternehmenserfolg, weil die Volatilität von Verpflichtungs- und Vermögenswerten im IFRS-Abschluss erfolgsneutral dargestellt wird. Auch die späteren Versorgungszahlungen bleiben von Zinsschwankungen unberührt. Lediglich das Eigenkapital ist dadurch Schwankungen unterworfen.

Den aufsummierten Pensionsanwartschaften der DAX-Konzerne standen 2023 in der Summe rund 72 Mrd. EUR ungesicherte Pensionsrückstellungen gegenüber (entspricht 27 % der Pensionsanwartschaften). Das heißt, dass näherungsweise ein Pensionsvermögen von rund 201 Mrd. EUR (oder 73 %) besteht, das von externen Institutionen verwaltet wird.

Im Hinblick auf die aufsummierte Bilanzsumme der DAX-Unternehmen erreichen die Pensionsrückstellungen immerhin 2 % bzw. 7 % des aggregierten Eigenkapitals. Im Coronajahr 2020 betragen die Verhältniskennzahlen noch jeweils 6 % und 19 % (s. Abb. 10).

Abb. 10: DAX: Pensionsrückstellungen und Verhältnis zu EK sowie zur BS



EK = Eigenkapital, BS = Bilanzsumme; Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Planvermögen und Rückstellungen sanken

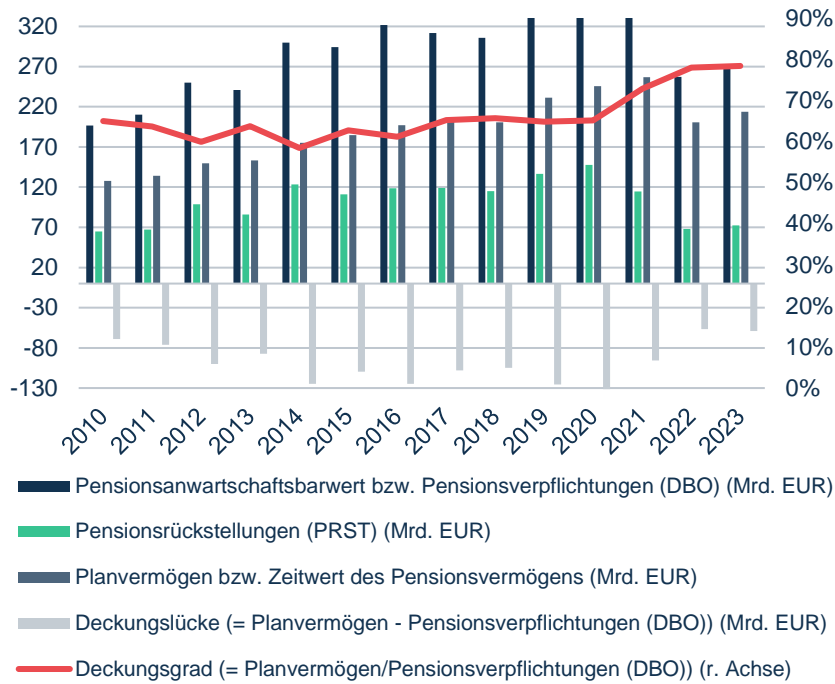
Im Vergleich zum Zeitraum zwischen 2019 und 2021 sind bei den DAX-Unternehmen die **Pensionsverpflichtungen** (DBO) 2023 um durchschnittlich 25 % niedriger und auf 273 Mrd. EUR gefallen. Mehrere Faktoren dürften bei den sinkenden Pensionsverpflichtungen eine Rolle gespielt haben: Erstens dürften sich viele Unternehmen für die Auslagerung von Pensionsverpflichtungen entschieden haben, was zu einer Reduktion der bilanziellen Verpflichtungen führte. Zweitens ist der Anstieg der Zinsen anzuführen. Zwischen 2010 und 2020 waren die Pensionsverpflichtungen im Wesentlichen aufgrund der gesunkenen Zinsen stark angestiegen. Drittens dürfte der Übergang von unmittelbaren zu mittelbaren Pensionszusagen bilanzielle Vorteile gehabt haben, da dadurch stille Reserven realisiert und die Eigenkapitalquote verbessert wurde.

Auch das **Planvermögen** bzw. der faire Marktwert des **Pensionsvermögens**, also das langfristig aus dem Unternehmen auf einen externen Träger ausgelagerte Vermögen zur Deckung bzw. Erfüllung der Pensions-/Versorgungsverpflichtungen, reduzierte sich 2023 gegenüber demselben Zeitraum (2019 bis 2021) um 13 % auf 214 Mrd. EUR. Gegenüber 2022 hat sich das Pensionsvermögen der DAX-Unternehmen insgesamt positiv entwickelt und ist von rund 200 Mrd. EUR um ca. 14 Mrd. EUR angewachsen (+6,5 %).

73 % durch
externes Pensi-
onsvermögen
und 27 % durch
Rückstellungen
gedeckt

Rückgang der
Pensionsverpflich-
tungen stärker als
Rückgang der
Planvermögen

Abb. 11: DAX: Pensionskennzahlen



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Deckungsgrad erreicht historisches Hoch

Bei der Gegenüberstellung von Planvermögen zu Pensionsverpflichtungen zeigt sich eine überfinanzierte oder unterfinanzierte Pension. Im letzteren Fall ergibt sich eine **Deckungslücke**, wenn das Ergebnis von Planvermögen abzüglich der Pensionsverpflichtungen (DBO) negativ ist. Die aufsummierte Deckungslücke der DAX-Unternehmen hat sich von rund 100 Mrd. EUR zwischen 2019 und 2021 auf 59 Mrd. EUR 2023 eingengt.

Als Folge der höheren Schrumpfrate der Pensionsverpflichtungen gegenüber dem Rückgang des Planvermögens ist der **Deckungsgrad** auf 78 % angestiegen. Der Deckungsgrad (oder auch Ausfinanzierungsgrad genannt) beschreibt, wie hoch der Anteil des ausgelagerten Planvermögens ist, das den Pensionsverbindlichkeiten gegenübersteht (also die Deckung der Pensionsverpflichtungen durch ausgelagertes Vermögen). Gleichzeitig beeinflussten auch die zugrundeliegenden Marktentwicklungen in den Jahren 2022 und 2023 die Entwicklung des Deckungsgrades. Er zeigt aber auch deutlich, dass es gerade bei den Unternehmen im DAX einen klaren Trend zur Ausfinanzierung gibt. Im Zeitraum 2019 bis 2021 betrug der Deckungsgrad nur 65 %. In angelsächsischen Ländern liegt der Deckungsgrad aufgrund des Ausfinanzierungsgebots deutlich höher als in Deutschland. Die deutsche Direktzusage kommt technisch ganz ohne Pensionsvermögen aus – die Insolvenzversicherung ist durch den Pensions-Sicherungs-Verein sichergestellt. Die Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen ist in Deutschland vor allem betriebswirtschaftlich getrieben. Die Unternehmen können mit Ausfinanzierungslösungen Liquiditätsbelastungen und Risiken begegnen. Durch das entstehende Pensionsvermögen lassen sich die in letzter Zeit gestiegenen Zinsaufwendungen im Konzernabschluss kompensieren. Mit ihrem hohen Ausfinanzierungsgrad zeigen die DAX-Unternehmen, wie wichtig solche Maßnahmen sein können.

Durch den gestiegenen Deckungsgrad und den Rückgang der Deckungslücke ist der Druck zu **außerordentlichen Arbeitgeber-Zuführungen** somit wieder gesunken. Zwischen 2014 und 2021 haben bereits einige Unternehmen (u.a. Mercedes-Benz, Dt. Post, Dt. Telekom, Siemens und VW) hohe Sonderzuführungen geleistet. 2022 tätigte Mercedes-Benz eine Sonderzuführung von rund 1,4 Mrd. EUR. 2023 gab es keine außerordentlichen Arbeitgeber-Zuführungen über 1 Mrd. EUR.

Deckungslücke engt sich ein

Rekordhoher Deckungsgrad

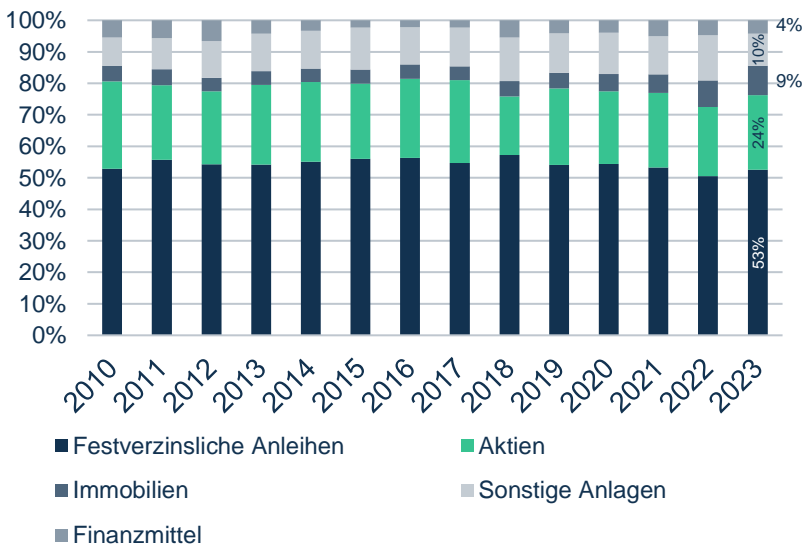
Ausfinanzierung kann Liquiditätsbelastungen mindern

Stabile Struktur der Pensions-Assets

2023 entwickelten sich die weltweiten Kapitalmärkte positiv. So stieg der DAX um gut 19 % an und auch die Aktien im Euroraum erbrachten eine ähnliche Performance (EURO STOXX 50). Als Folge sind die Planvermögen der DAX-Unternehmen (ohne Finanzwerte) gestiegen (wie oben beschrieben).

Dies war vor allem der Struktur des Planvermögens geschuldet, in welcher der Anteil von Aktien (im Median) 2023 bei 24 % lag. Die langfristige Struktur des Planvermögens blieb dabei relativ stabil und hat sich in den letzten Jahren kaum verändert. Die Finanzkrise 2008 führte zu einer defensiveren Anlagepolitik, die seitdem nur teilweise wieder geändert wurde. Generell lag der Anteil der festverzinslichen Anleihen seither bei gut über 50 %. Der Aktienanteil bewegte sich seit 2012 zwischen 19 % und 26 %. Während sonstige Anlagen seit 2012 zwischen 10 % und 14 % schwankten, spielten Immobilien mit ca. 4 % bis 9 % eine geringere Rolle. Die Barreserven oszillierten relativ konstant um gut 5 %.

Abb. 12: DAX: Struktur der Planvermögen



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

Anleihen dominieren mit Anteil von über 50 %

Keine großen Schwankungen bei Struktur des Planvermögens

Ansprechpersonen Produkt- und Beratungslösungen

Corporate Finance Origination

ABS, Akquisitionsfinanzierungen,
Anleihen, Eigenkapitalmaßnahmen,
Konsortialkredite, Leasing Verbriefungen,
Schuldscheine, Supply Chain Finance,
Term Securitisation

+49 711 127-49379

International Business

Trade and Export Finance, Internationales
Netzwerk

+49 6131 64-35830

Cash-Management, Zahlungsverkehrslösungen

SEPA, AZV, Cash-Management, Karten,
Konten, E-Commerce

+49 711 127-46565

SüdFactoring

Forderungsankauf, Finanzierung,
Debitorenmanagement

+49 711 127-78953

Liquiditäts- und Investmentmanagement (LIM) Corporates

+49 711 127-28516

Corporate Finance Advisory

M&A, Equity Capital Markets,
Sustainability Advisory, Financial Rating/
UK Advisory, Sektorexpertise

+49 711 127-49657

ZWRM

Zins-, Währungs-, Rohstoffmanagement

+49 711 127-75677

SüdLeasing

Mobilienleasing, Vendorleasing,
Fördermittel, Mietkauf

+49 711 127-15152

Vorsorge- und Pensionsmanagement

LBBW Pensionsmanagement GmbH

+49 711 127-42639

Förderkreditgeschäft

Finanzierung von Digitalisierung,
Innovation, Green Finance

+49 711 127-76308

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Redaktion:

Landesbank Baden-Württemberg
Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

