

# Die 218-Milliarden-Last

Vielen Konzernen in Dax, M-Dax und Tec-Dax geht es wie der öffentlichen Rentenkasse: Die Ansprüche der Ruheständler steigen vehement, die Versorgungslücke wächst.

Für eine „tickende Zeitbombe“ hält Stefan Heppelmann die Verpflichtungen der deutschen Unternehmen gegenüber heutigen und künftigen Pensionären. „Wenn sich nichts Grundlegendes ändert, lassen sich die Risiken bald nicht mehr kontrollieren“, warnt der Vice President der Unternehmensberatung Stern Stewart & Co.

Immer höher steigen die Zusagen. Gegenwärtig summieren sie sich bei den 110 Unternehmen aus Dax, M-Dax und Tec-Dax auf 218 Milliarden Euro. Das zeigt eine aktuelle Analyse von Stern Stewart für Capital. Alleine im Dax schleppen die 30 Konzerne die erdrückende Last von 194 Milliarden Euro mit sich herum. Das entspricht 37 Prozent des aktuellen Börsenwerts von 527 Milliarden Euro.

„Je höher die Pensionszusage, desto größer das potenzielle Risiko für Aktionäre“, sagt Heppelmann. Die höchste Verpflichtung im Verhältnis zum Börsenwert gehen Karstadtquelle und Salzgitter ein – mit mehr als dem Doppelten ihrer Marktkapitalisierung (siehe S. 55: „Erdrückende Bürde“). Auch bei VW, Rheinmetall, der Deutschen Lufthansa und Thyssenkrupp übertreffen die Zahlungen, die laut Geschäftsbericht jetzt und in Zukunft zu leisten sind, den Wert sämtlicher Aktien.

**Massiver Umbau.** Die Finanzvorstände stemmen sich gegen den Trend. Sie kürzen oder streichen Ansprüche – wie Bayer, Siemens oder Lufthansa. „Jedes Unternehmen muss sein Pensionssystem auf den Prüfstand stellen“, fordert Axel Tillmann, Leiter Treasury der Lufthansa.

Die Fluggesellschaft lagert ihre Pensionslasten derzeit in rechtlich eigenständige Vermögen aus – so wie viele große deutsche Konzerne. Was sie allerdings nur können, wenn sie über das notwen-

dige Kapital verfügen. Bei der Lufthansa nimmt sich Tillmann zehn Jahre Zeit und überweist jährlich 565 Millionen Euro an einen in diesem Jahr gegründeten Pensionsfonds. Die Hypovereinsbank steckte 1,7 Milliarden Euro in einen Fonds, der ein Drittel ihrer Pensionszusagen umfasst. Auch Deutsche Bank, Deutsche Post, Linde, SAP, Schering, Siemens und Tui lagern die

für ihre Ruheständler vorgesehenen Vermögen zumindest teilweise aus.

In absoluten Zahlen hält Daimlerchrysler mit Pensionsverpflichtungen von rund 32 Milliarden Euro den Rekord (siehe S. 56: „Reserven für Rentner“). Konzernchef Jürgen Schrepp musste in den vergangenen Jahren regelmäßig Milliardenbeträge nachschießen – vor allem bei Chrysler. Fünf weitere



Salzgitter-Produktion. Beim Stahlerzeuger sind Rentner gut versorgt.

## Erdrückende Bürde

Das Risiko der bereits zugesagten Altersvorsorge für Mitarbeiter tragen auch die Aktionäre: Je höher die Ansprüche gemessen am Börsenwert sind, umso größer ist die Last. Viele Unternehmen gründen nun Pensionsfonds und kürzen Zusagen.

**Pensionsverpflichtungen im Verhältnis zum Börsenwert, in Prozent**



Konzerne mit den höchsten Verpflichtungen aus Dax, M-Dax und Tec-Dax. Quelle: Stern Stewart.

Unternehmen wie Siemens oder RWE weisen Verpflichtungen von mindestens zehn Milliarden Euro aus, noch einmal 25 bringen es auf mehr als eine Milliarde Euro.

Angesichts der ab Januar 2005 obligatorischen Bilanzierungsvorschrift International Financial Reporting Standards (IFRS) überprüfen die Buchhalter zurzeit intensiv ihre Zahlenwerke. Die bislang übliche Bewertung richtet sich nach dem Steuerrecht, dessen Paragraphen den Spielraum begrenzen, die Reserven in die Höhe zu treiben. Denn das, argwöhnt der Fiskus, würde den Ertrag minimieren – und die Steuerschuld.

„Die Deckungslücke entsteht, weil Unternehmen ihre Pensionsverpflichtungen auf Grund der Bilanzierungsregeln nicht zum Marktwert bewerten können“, sagt Heppelmann. „Die versteckten Risiken können bis zu einem Viertel der ausgewiesenen Verpflichtungen ausmachen“ – alleine bei den Dax-Konzernen beinahe 50 Milliarden Euro.

**Niedrigere Leistung.** Überarbeitete Pensionsregeln begrenzen zunehmend den Umfang der Leistungen. Seit Anfang Oktober richten sie sich bei Siemens zum Beispiel nach angesparten Beiträgen der Beschäftigten. „Die Unsicherheit darüber, wie sich künftig die Zinsen und die Lebenserwartung unserer Mitarbeiter entwickeln, hat die Novelle notwendig gemacht“, sagt Personalvorstand Jürgen Radomski. Während 1975 auf 4,5 aktive Siemensianer ein Ruheständler kam, verschlechterte sich das Verhältnis bis heute auf 1,2 zu 1. „Mit dem neuen Konzept beweisen wir, dass sich die Versorgung unserer Mitarbeiter im Alter und unternehmerische Erfordernisse in Einklang bringen lassen.“

Auch Bayer und Lufthansa überweisen Rente künftig in Abhängigkeit von Ansprüchen, die das Personal im Laufe seiner Dienstzeit erwirbt. Bei Bayer gibt es ab Januar 2005 eine Zweiklassengesellschaft: Neueinsteiger haben künftig ihre eigene Pensionkasse, die weniger Leistung als bisher garantiert. Für immer mehr Beschäftigte wächst der Zwang, sich zusätzlich privat abzusichern, ►

Anzeige  
1/3 Seite  
hoch  
74 x 275 mm



**Lufthansa-Personal.** Einschnitte bei der Altersvorsorge.

Pensionsverpflichtungen

für Unternehmen wird die Zukunftslast besser kalkulierbar.

„Nichts unterscheidet die Probleme der betrieblichen Altersvorsorge von der Lage der öffentlichen Rentenversicherung“, sagt Erhard Wehlen, Leiter Treasury bei Linde. „Immer weniger Aktive müssen für immer mehr Rentner aufkommen.“

**Teures Alter.** Binnen 30 Jahren stieg die Restlebenserwartung eines 60-Jährigen um mehr als ein Viertel von 15 auf 19 Jahre – und entsprechend die Dauer der in der Regel immer noch vom letzten Gehalt abhängigen Pension. Diese Leistung muss der Arbeitgeber regelmäßig der Inflation anpassen, selbst wenn die Arbeitnehmer in mauen Jahren Realeinkommensverluste hinnehmen.

Liefe alles weiter wie bisher, müssten sich Finanzvorstände auf drastisch steigende Rückstellungen einrichten. Folge: niedrigere Gewinne und fallende Aktienkurse. „Nur wer die Konsequenzen seiner Zusagen rechtzeitig identifiziert und bewertet, kann Risiken steuern oder minimieren – und den Unternehmenswert nachhaltig sichern“, urteilt Heppelmann.

**Schnelles Handeln.** Zumal die Aktiengesellschaften neben dem Risiko steigender Lebenserwartung auch für die Unbotmäßigkeiten der Börse haften müssen. Sinkt der Wert der Anlagen, müssen die Unternehmen Kapital aufbringen, um die Lücke zu schließen – notfalls zulasten von Investitionen in Wachstum. Viele Konzerne verließen sich in der Vergangenheit zu sehr darauf, dass sich die Pensionen von alleine finanzieren, sobald die Kapitalmärkte steigen. Die Vorstände versäumten, auf langfristige Trends wie steigende Gehälter, früheren Renteneintritt oder sinkenden Personalbestand zu reagieren.

Eine entscheidende Stellschraube ist der Abzinsungsfaktor. Mit dem ermitteln die Fachleute aus den für die Zukunft erwarteten Zahlungen an Pensionäre, wie viel Kapital sie brauchen. Setzen sie den Faktor höher an als den Marktzins, etwa die Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe von 3,9 Prozent, weist das Unternehmen den heutigen

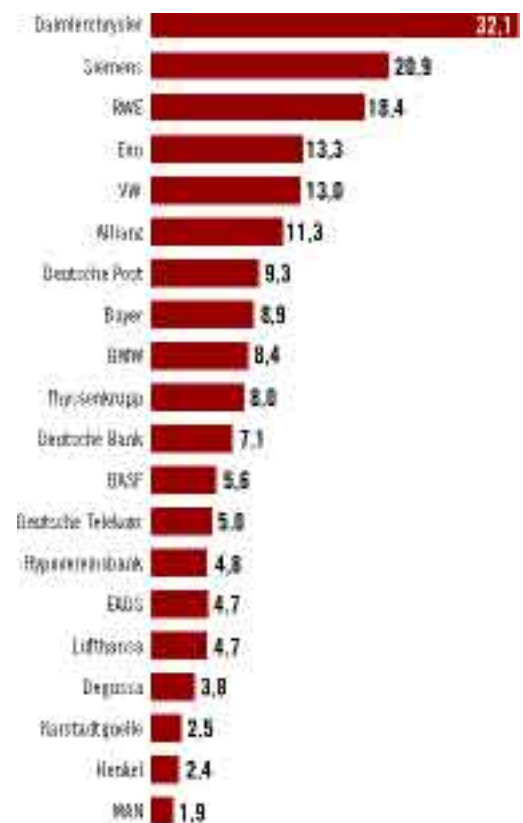


**Jürgen Schrepp.** Daimlerchrysler-Chef hält Rekord bei Pensionszusagen.

**Reserven für Rentner**

Unternehmen versprechen Ruheständlern oft generöse Leistungen. Um die Zusagen zu garantieren, müssen sie jährlich hohe Summen zurücklegen.

Pensionsverpflichtungen, in Milliarden Euro



Konzerne mit den höchsten Verpflichtungen aus Dax, M-Dax und Tec-Dax. Quelle: Stern Stewart.

Anzeige  
1/3 Seite  
hoch

74 x 275 mm

Wert der Verpflichtung zu gering aus. Nur nach Plan bringt die Anlage das erforderliche Geld ein. Damit öffnet sich eine Kluft zwischen den Erträgen aus dem angelegten Kapital und den Überweisungen an die Pensionäre. Je nach Bilanzierungsvorschrift fällt der Fehlbetrag höher oder niedriger aus.

Vom gewählten Standard hängt ab, ob das Unternehmen beispielsweise die prognostizierten Gehaltssteigerungen der künftigen Pensionäre bis zum Ruhestand berücksichtigen muss. Dies ist nach deutschem Steuerrecht nicht nötig, während es internationale Vorschriften verlangen. Effekt: Stellen Unternehmen ihre Rechnungslegung um, können erhebliche Löcher auftauchen. Energiegigant Eon musste 750 Millionen Euro nachschießen.

Ob der Arbeitgeber tatsächlich zusätzliche Mittel aufbringen muss, hängt auch von der Altersstruktur der Mitarbeiter ab. „Wir haben eine junge Belegschaft“, sagt Lufthansa-Tillmann, „deshalb können wir uns langfristig festlegen und mit einem hohen Zinssatz um die sechs Prozent rechnen.“ Problem für Anleger: Sie wissen selbst nach Lektüre des Geschäftsberichts nicht, ob eine Gesellschaft angemessen kalkuliert. Die meisten Unternehmen halten die entscheidenden Daten unter Verschluss.

**Relevante Fakten.** Konzerne, die einen niedrigen Zinssatz annehmen, verfügen über einen Risikopuffer. Den haben Stern Stewart zufolge beispielsweise Douglas (4,0 Prozent), Bayer (4,81 Prozent) und Tui (4,83 Prozent).

Ein hoher Zinssatz dagegen droht Zahlungseingänge zu über- und Zahlungsausgänge zu unterschätzen – und eine Lücke ins Pensionssystem zu reißen. Die höchsten Zinssätze tauchen bei Hannover Rück, Fresenius Medical Care und SGL Carbon auf. Sie erwarten mehr als sechs Prozent Ertrag pro Jahr.

Wer sich verrechnet, muss den Mangel aus dem laufenden Geschäft ausgleichen – entweder für höhere Rückstellungen oder für frisches Fondskapital. „Die Auslagerung in einen Pensionsfonds reduziert das Risiko nicht, sondern versteckt es nur“, sagt Experte Heppelmann. Stern

Stewart lässt bei seinem Ranking außer Acht, ob der Vorstand die Pensionszusagen auslagert oder als interne Verpflichtung bilanziert.

Die Innenlösung ist meistens immer noch üblich – ein Erbe aus der Zeit, in der die Finanzchefs die Bilanzgestaltung nutzten, um stille Reserven anzusammeln und bei Bedarf wieder aufzulösen. So konnten sie Schwankungen im operativen Geschäft geräuschlos ausgleichen.

Seit die Ratingagentur Standard & Poor's (S & P) im vergangenen Jahr die Kreditwürdigkeit von Deutscher Post, Linde und Thyssenkrupp abwertete, steht die typisch deutsche Innenlösung in der Kritik. S & P betrachtet die Rückstellungen als Fremdkapital, das den Verschuldungsgrad der drei Dax-Konzerne drastisch in die Höhe treibt. Linde-Treasurer Wehlen wehrt sich vehement gegen die von S & P favorisierte Auslagerung: „Bei einem stabilen Unternehmen, wie wir es sind, ist es sinnvoll, das Geld vor allem im eigenen Geschäft arbeiten zu lassen.“

**Polierte Bilanz.** Trotzdem hat die externe Variante auch Charme: Rückstellungen für Ruheständler werden überflüssig, was die Bilanz verkürzt. Wichtige Kennziffern bessern sich, die Eigenkapitalquote, auf die Agenturen wie S & P besonders achten, steigt erheblich.

Um das Kapitalmarktrisiko auszuschließen, bleibt eine elegante Möglichkeit: Unternehmen versichern sich gegen ihr Pensionsrisiko. Ein Anbieter aus der Assekuranz übernimmt einen Block von Verpflichtungen – und sämtliche verbundene Risiken. Zwar gibt es solche Verträge derzeit noch nicht für Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche. Aber zwischen Erst- und Rückversicherern sind sie schon lange üblich.

Für Unternehmensberater Heppelmann ein großer Markt: „Es ist im Interesse der Aktionäre und der Pensionäre, wenn sich das Unternehmen auf das Risiko konzentriert, das es besser beherrscht als andere: auf sein operatives Geschäft.“

Jobst-Hinrich Wiskow

Anzeige  
1/3 Seite  
hoch  
74 x 275 mm