

Wie wird 2022?

2021 kam bei Corporates Unterstützung von zwei Seiten: Der gestiegene Diskontsatz senkte die Pensionsverpflichtungen spürbar, gleichzeitig erzielte das Planvermögen eine gute Performance; in der Kapitalanlage ist Risikoappetit zu sehen, die Aktienquote befand sich Ende 2021 auf dem höchsten Niveau seit 2010, schreibt **Manfred Mönch**. Doch die entscheidende Frage lautet: Wie wird 2022?

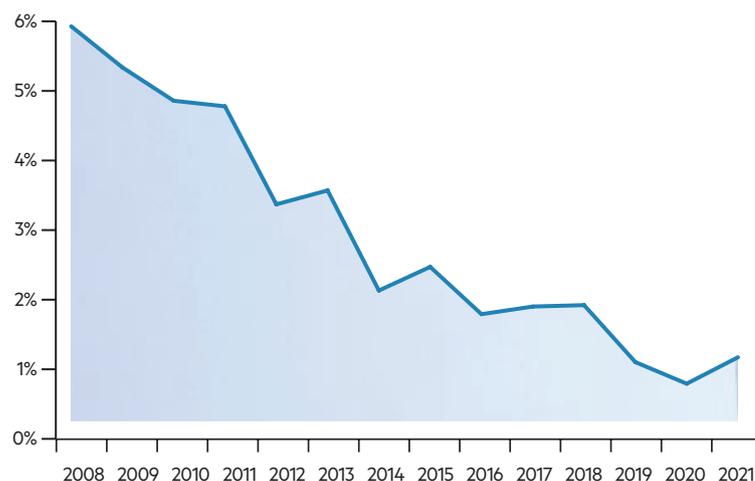


Foto: moritz - stock.adobe.com

In Deutschland sind anders als zum Beispiel in angelsächsischen Ländern Direktzusagen in der betrieblichen Altersvorsorge nicht reguliert. Arbeitgeber sind also nicht verpflichtet für diese Zusagen Deckungskapital zur Verfügung zu stellen, sondern können diese Mittel über die Bildung von Pensionsrückstellungen auch vollständig zur Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit nutzen. Diese Möglichkeit wurde von deutschen Unternehmen traditionell auch umfangreich genutzt. Viele Arbeitgeber sind in den vergangenen Jahrzehnten auch aus bilanzpolitischen Erwägungen jedoch dazu übergegangen zur Finanzierung ihrer Verpflichtungen Planvermögen zu bilden. Dieses Kapital wird vom eigenen Geschäftsbetrieb getrennt veranlagt und ist über den Pensionssicherungsverein (PSVAaG) oder – im Falle einer Versicherungslösung - die Protektor AG insolvenzgeschützt. Für eine solche Ausfinanzierung nutzen vor allem Großunternehmen häufig unregulierte Treuhandstrukturen, sogenannte „Contractual Trust Arrangements“ (CTA). Daneben werden auch Pensionskassen, Pensionsfonds, Unterstützungskassen und Rückdeckungsversicherungen als Vehikel zur Ausfinanzierung eingesetzt. Die Direktzusage verkörpert den mit Abstand volumenstärksten Durchführungsweg der betrieblichen Altersvorsorge.

Allein die 90 DAX- und MDAX-Unternehmen weisen Ende 2021 in ihrer Bilanz einen Barwert an Pensionsverpflichtungen von mehr als einer halben Billion Euro aus. Der Wert ist im Vergleich zum Vorjahresende gesunken. Allerdings kann aufgrund von Anpassungen der Index-Zusammensetzungen sowie Änderungen im Konsolidierungskreis der Unternehmen ein Vergleich über eine Zeitreihe ein verzerrtes Bild liefern. In den letzten Jahren kam es zu zahlreichen Veränderungen im DAX und MDAX und auch die Zahl der Index-Teilnehmer wurde angepasst. Zudem haben einige hinsichtlich des Volumens der Pensionsverpflichtungen und des Planvermögens gewichtige Unternehmen den Index verlassen bzw. gewechselt, während häufig Unternehmen mit geringen oder überhaupt keinen Beständen den Indices zugeführt wurden. Aus diesem Grund erfolgen Berechnungen in diesem Ar-

Entwicklung Diskontsatz für inländische Pensionsverpflichtungen



Quelle: Geschäftsberichte der DAX/MDAX-Unternehmen, kapitalgewichtet

tikel durchgängig mit der Indexzusammensetzung vom 31.12.2021, nur so sind Vergleiche über eine Zeitreihe aussagekräftig. Zur besseren Vergleichbarkeit wurden die Werte der Daimler Truck Holding weiter berücksichtigt, weil sie Ende 2020 noch in einem DAX-Unternehmen konsolidiert waren und 2022 auch wieder Indexteilnehmer sind.

Der bilanzielle Ausweis der Pensionsverpflichtungen hängt stark von der Höhe des zu ihrer Berechnung verwendeten Diskontsatzes ab. Seit 2008 ist dieser Abzinsungsfaktor – Basis sind zu den Pensionsverpflichtungen fristenkongruente Renditen, die am Abschlussstichtag für hochwertige Unternehmensanleihen erzielt werden können – für inländische Verpflichtungen kontinuierlich von knapp 6 Prozent auf deutlich unter 1 Prozent Ende 2020 gesunken. 2021 hat sich der Satz spürbar auf rund 1,2 Prozent erholt.

Aufgrund des seit der Finanzkrise gesunkenen Zinssatzes hat sich der Barwert der Pensionsverpflichtungen aller DAX/MDAX-Unternehmen auf über eine halbe Billion Euro mehr als verdoppelt. Ende 2020 betrug der (vorläufige) Höchststand fast 530 Milliarden Euro. Aufgrund des leicht angestiegenen Zinssatzes nahmen die bilanziellen Verpflichtungen 2021 spürbar auf unter 510 Milliarden Euro ab, wobei mit deutlich mehr als vier Fünftel der Löwen-

Abb. xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx

	Unternehmen	Wesentliche Vehikel (Deutschland)	Planvermögen (Mio. Euro)	Barwert (Mio. Euro) Verpflichtungen
1	Siemens AG	CTA, Pensionsfonds	33.543	35.542
2	BMW AG	CTA	25.011	24.989
3	Mercedes-Benz Group	CTA, Pensionsfonds	24.212	28.504
4	E.ON SE	CTA, Pensionsfonds	23.469	28.902
5	BASF SE	CTA, Pensionskasse	23.130	28.629
6	Deutsche Bank AG	CTA, Branchen-Pensionskasse	20.888	20.404
7	Bayer AG	CTA, Pensionskasse	19.478	25.734
8	Deutsche Lufthansa AG	CTA	18.510	24.935
9	Volkswagen AG	CTA	17.285	58.555
10	Allianz SE	CTA, Pensionskasse	16.471	27.095
11	Airbus Group SE	CTA	15.225	22.297
12	RWE AG	CTA, Pensionsfonds	15.070	16.545
13	Deutsche Post DHL Group	CTA, Pensionsfonds	14.739	18.503
14	Commerzbank AG	CTA, Branchen-Pensionskasse	10.851	9.119
15	Evonik Industries AG	CTA, Pensionskasse	8.399	12.162
16	Linde plc	CTA	8.157	10.425
17	Deutsche Telekom AG	CTA, Pensionsfonds	7.937	13.975
18	Henkel AG & Co. KGaA	CTA	5.161	5.424
19	HeidelbergCement AG	CTA	4.991	5.128
20	Covestro AG	CTA, Pensionskasse	3.758	4.951

Stand 31.12.2021 (kursiv 31.12.2020)

anteil auf die DAX-Unternehmen entfiel. Rund 70 Prozent der gesamten Verpflichtungen betreffen inländische Leistungsversprechen. Von den 90 Unternehmen haben 16 Pensionsverpflichtungen von mindestens 10 Milliarden Euro, fast 30 haben hingegen bilanzielle Leistungsversprechen von weniger als 100 Millionen Euro.

In den letzten Jahren reichte die Performance der am Kapitalmarkt angelegten Gelder insgesamt meist nicht aus um den bilanziellen Finanzierungsgrad konstant zu halten oder sogar verbessern zu können. Vielmehr haben zahlreiche Unternehmen Sonderdotierungen für das Planvermögen vorgenommen. Auch 2021 haben einzelne Unternehmen Sonderdotierungen bis in den Milliardenbereich umgesetzt.

Aufgrund von Sonderdotierungen und der überwiegend guten Performance an den Kapitalmärkten stieg das Planvermögen 2021 um rund 8 Prozent auf über 360 Milliarden Euro an. Von den 90 DAX-/MDAX-Unternehmen haben 33 ein Planvermögen von mindestens einer Milliarde Euro, 14 davon verwalten mindestens 10 Milliarden. 40 Unternehmen weisen hingegen Kapitalanlagen von weniger als 100 Millionen Euro aus, 20 von diesen besitzen überhaupt kein Planvermögen. Neben diesen Indexunternehmen konnten wir weitere mehr als 20 Corporates identifizieren, die mindestens 500 Millionen an Kapitalanlagen für die Altersvorsorge ihrer Mitarbeiter vorhalten.

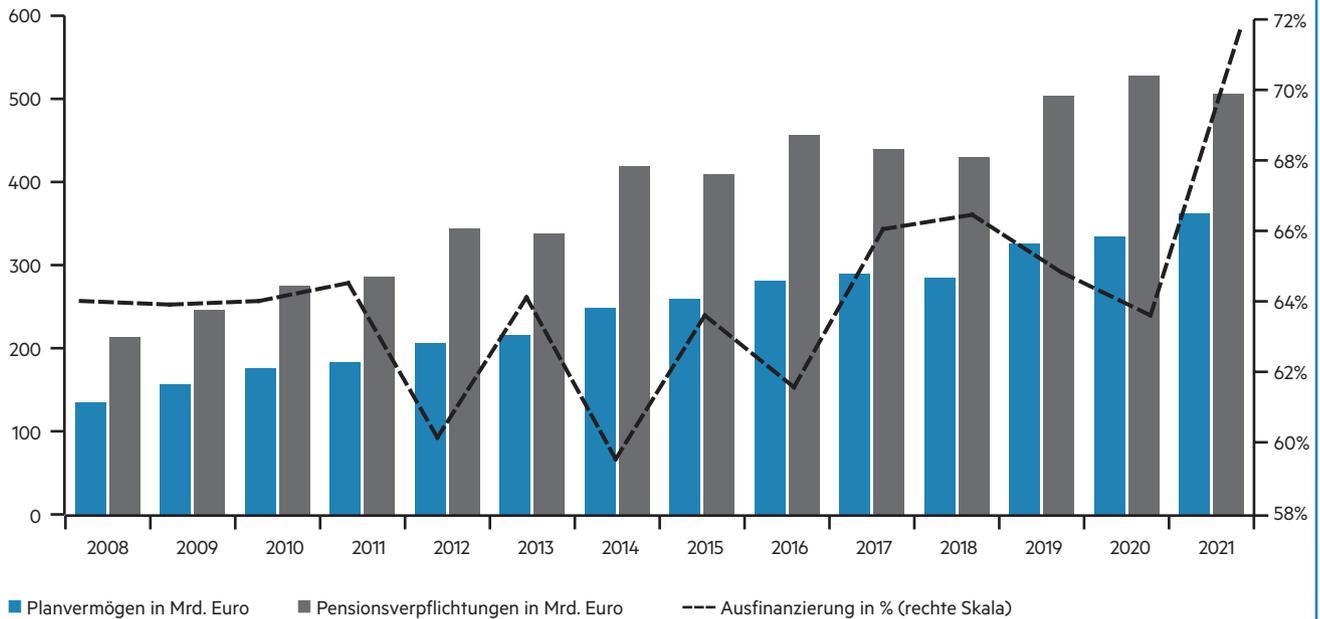
Aufgrund der spürbar gesunkenen Verpflichtungen und des angewachsenen Planvermögens stieg der durchschnittliche bilanzielle Ausfinanzierungsgrad sprunghaft auf kapitalgewichtet 71,5 Prozent an. Im Vorjahr betrug der Deckungsgrad noch knapp 64 Prozent und erreichte Ende 2021 den höchsten Wert im Betrachtungszeitraum seit 2008. Bei DAX-Unternehmen ist der Wert mit gut 72 Prozent etwas höher als MDAX-Unternehmen (67 Prozent), bei inländischen Verpflichtungen niedriger als bei ausländischen.

MDAX-Unternehmen, kapitalgewichtet

Allerdings sind die Werte bei den einzelnen Unternehmen sehr unterschiedlich: Der Deckungsgrad reicht je nach Unternehmen von 0 bis über 100 Prozent; 13 Unternehmen mit Pensionsverpflichtungen von mindestens 250 Millionen Euro weisen einen Ausfinanzierungsgrad von mehr als 80 Prozent aus, acht von maximal 50 Prozent.

Bei den meisten Unternehmen sind die leistungsorientierten Pensionspläne jedoch eingefroren und es werden keine neuen Mitarbeiter mehr aufgenommen. Ersatzweise wurden bereits vor einigen Jahren überwiegend beitragsorientierte Systeme installiert. Allerdings beträgt die durchschnittliche Duration der inländischen leistungsorientierten Pensionsverpflichtungen rund 16-17 Jahre und liegt je nach Unternehmen zwischen 11 und 22 Jahren. Leistungsorientierte Pensionspläne und die Unterlegung mit Planvermögen sowie deren Veranlagung an den Kapitalmärkten

Deckungsgrad der Verpflichtungen DAX



Quelle: Geschäftsberichte der DAX/MDAX-Unternehmen, kapitalgewichtet

werden die meisten Unternehmen also noch auf Jahrzehnte beschäftigen.

Rentenquote sinkt auf 50 Prozent, höchste Aktienquote seit 2010

Für die Veranlagung des Planvermögens über CTAs gibt es in Deutschland derzeit keine regulatorischen Vorgaben. Das gleiche gilt bei dem Einsatz von Pensionsfonds, Pensionskassen müssen hingegen das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) beachten. Die meisten Unternehmen sind also weitgehend frei in der Wahl ihrer Asset Allocation. Die Unternehmen orientieren sich vor allem an der Struktur ihrer Verpflichtungsseite.

Ende 2021 war rund die Hälfte der Gelder in Rentenanlagen investiert. Ein Viertel wurde in Aktien allokiert und der Rest in Immobilien, Alternatives, Versicherungslösungen sowie Liquidität und sonstige Assets.

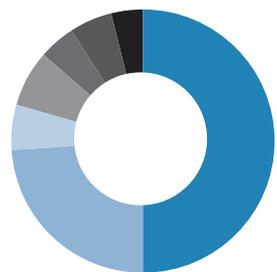
Allerdings ist die Asset Allocation je nach Unternehmen sehr unterschiedlich. Die Rentenquote reicht bei den 38 untersuchten Unternehmen mit einem Planvermögen von mindestens 500 Millionen Euro von 11 Prozent bis über 70 Prozent, der gleichgewichtete Durchschnitt (Medi-

an) liegt bei 46 Prozent (44 Prozent). Die Aktienquote reicht von unter 10 Prozent bis fast 70 Prozent, wobei der besonders hohe Wert in der Integration einer börsennotierten strategischen Beteiligung begründet liegt. Mittelwert und Median liegen bei der Aktienquote bei 25 Prozent.

Im Zuge der Finanzkrise 2008/2009 stieg die Rentenquote zunächst deutlich über 60 Prozent an, befindet sich seitdem aber im Rückzug. Ende 2021 ermittelten wir mit gut 50 Prozent den geringsten Wert der letzten 15 Jahre. Fünf Unternehmen hatten eine Quote von über 70 Prozent, neun von weniger als 40 Prozent. Bei den Rentenanlagen überwiegen Unternehmensanleihen die Anlagen in Staatsanleihen deutlich.

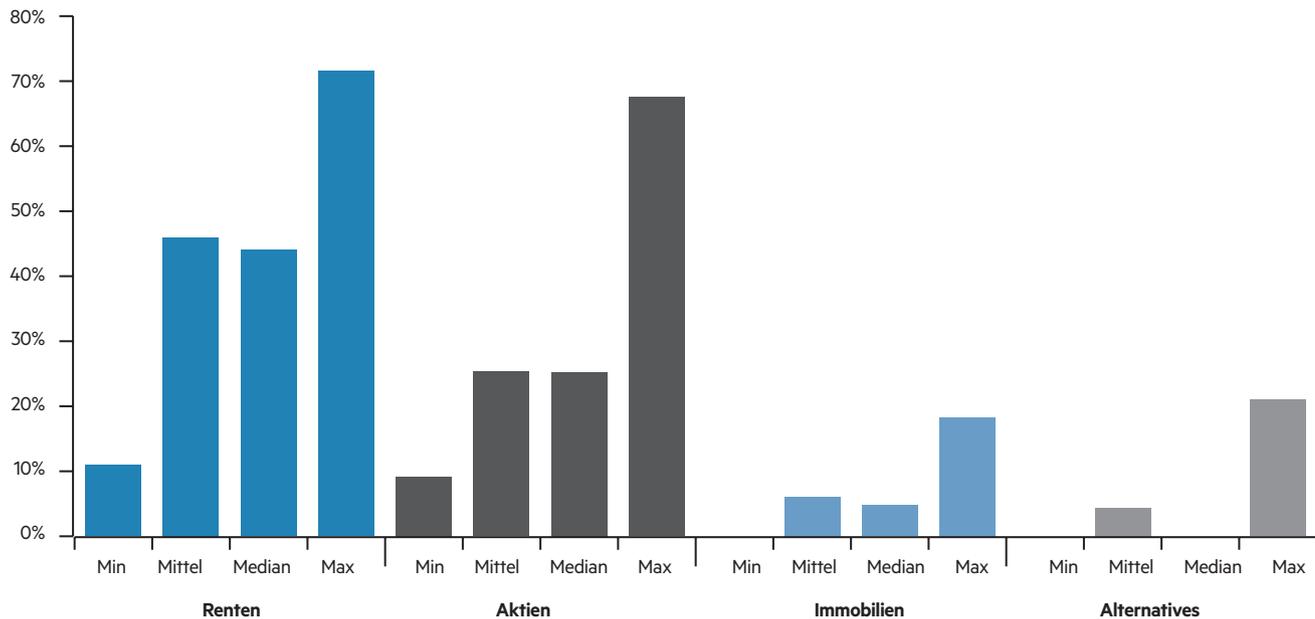
Die Aktienquote bewegt sich seit der Finanzkrise im Korridor zwischen 20 und 25 Prozent und hat ihr Niveau von mehr als 30 Prozent vor der Finanzkrise nie mehr erreicht. Ende 2021 lag sie spürbar über dem Vorjahr und am oberen Ende der langjährigen Bandbreite. Wir konnten zehn Unternehmen mit einer Quote oberhalb von 30 Prozent identifizieren, vier davon mit mehr als 40 Prozent. Sieben hat-

Asset Allocation DAX/MDAX 2021



Quelle: Geschäftsberichte der DAX/MDAX-Unternehmen, kapitalgewichtet

Asset Allocation 2021 Corporates DAX/MDAX



Quelle: Geschäftsberichte der DAX/MDAX-Unternehmen, kapitalgewichtet

ten ein Aktienexposure von weniger als 10 Prozent. In der Quote enthalten sind aber auch börsennotierte strategische Beteiligungen, die von einzelnen Unternehmen in das Planvermögen eingebracht wurden.

Im Vergleich zu anderen Investorengruppen ist bei den Corporates die Immobilienquote mit 5-6 Prozent eher niedrig, auch wenn im Vorjahr die Investitionen spürbar zunahmten und das Exposure um rund 2,5 Milliarden Euro anstieg. Wir konnten nur sieben Unternehmen mit einer Quote von mindestens 10 Prozent identifizieren.

In Alternatives – vor allem Private Equity, Debt und Infrastruktur, in Einzelfällen aber auch Hedge Fonds oder Rohstoffe – waren gut 7 Prozent der Gesamtmittel aller untersuchten Unternehmen investiert.

Versicherungslösungen werden von den Unternehmen häufig genutzt, um das Langlebighkeitsrisiko abzusichern. Einzelne Unternehmen haben aber den gesamten Anlagebestand auf diesen Bereich ausgelagert. Insgesamt waren hier mehr als 4 Prozent investiert.

Das restliche Vermögen war in sonstigen Anlagen wie zum Beispiel Derivaten und

Liquidität veranlagt. Derivate werden häufig dazu genutzt, die Durationsrisiken der Passivseite in den Kapitalanlagen abzubilden. Die Liquidität lag Ende 2021 über alle DAX/MDAX-Unternehmen mit knapp 15 Milliarden Euro auf einem vergleichsweise hohen Niveau.

Performance auf leicht höherem Niveau als im Vorjahr, 5 Prozent Rendite seit 2008

Setzt man die tatsächlichen Gesamterträge aus der Anlage des Planvermögens (Zinsertrag und Neubewertungskomponente) ins Verhältnis zum durchschnittlichen Kapitalanlagebestand ergibt sich für 2021 kapitalgewichtet eine Marktwertrendite von rund 6 Prozent (gleichgewichteter Mittelwert 6,1 Prozent, Median 5,7 Prozent). Berücksichtigt wurden hierbei nur Unternehmen mit einem Mindestanlagevolumen von 500 Millionen Euro.

Aufgrund der sehr unterschiedlichen Vermögensallokation ist die Spreizung der Ergebnisse sehr ausgeprägt und die Ergebnisse reichen für 2021 von 0,0 bis 15,4 Prozent. Diese große Spannweite liegt auch daran, dass einzelne Unternehmen eigengenutzte

Immobilienbestände oder strategische Unternehmensbeteiligungen in das Planvermögen überführen und diese dort im Einzelfall einen wesentlichen Anteil erlangen. So liegt das beste Ergebnis ganz wesentlich an der Erholung einer maßgeblichen börsennotierten Unternehmensbeteiligung.

Über einen Zeitraum von 3 (5, 10) Jahren konnten die Unternehmen durchschnittlich eine jährliche Rendite von 7,3 Prozent (5,1 Prozent, 5,9 Prozent) erzielen. Wählt man den Betrachtungszeitraum der letzten 14 Jahre seit der Finanzkrise 2008 liegt die jährliche Rendite bei rund 5 Prozent.

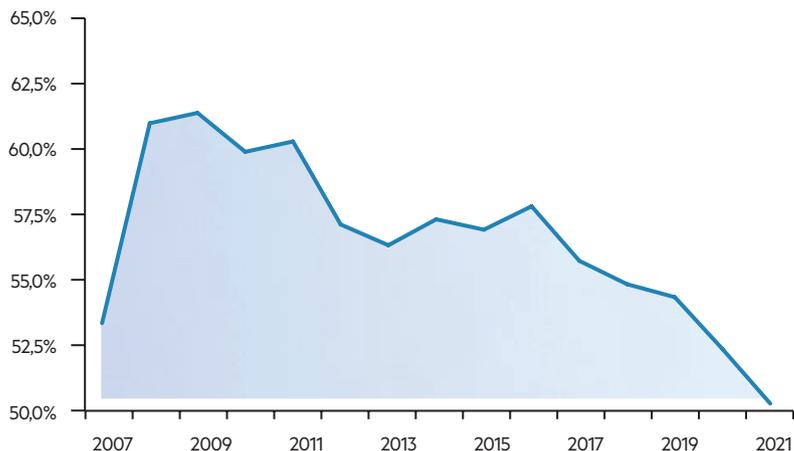
Fazi und Ausblick

Während das vergangene Jahr für die Unternehmen sehr erfolgreich verlief, stellt sich in dem neuen Umfeld zu Beginn 2022 die Frage, wie sich das aktuelle Jahr und die nähere Zukunft entwickeln werden. Hinsichtlich des Umfangs der Pensionsverpflichtungen sollte es kaum noch zu gravierenden Auswirkungen kommen. Das Zinsniveau ist ohnehin sehr niedrig und zu Beginn 2022 wiederum angestiegen. Angesichts der Inflationsentwicklung ist wohl eher mit Zinssteigerungen zu rechnen, so dass das Potential einer Entlastung der bilanziellen Pensionsverpflichtungen eine mögliche Ausdehnung überwiegen sollte.

Uneinheitlich und sehr individuell wird die Entwicklung auf Seiten des Planvermögens sein. Zu Beginn der Pandemie wurden zahlreiche institutionelle Investoren auf dem falschen Fuß erwischt, da sie auf den schweren Einbruch am Aktienmarkt häufig mit einem Abbau von Risikopositionen reagiert haben. Zudem wurden Sicherungslinien gerissen oder Risiko musste aus regulatorischen Gründen reduziert werden. Einzelne Investoren haben ihr Aktienexposure zeitweise auch komplett heruntergefahren. Im Zuge der sehr schnellen Erholung an den Märkten kamen viele Investoren aber nicht schnell genug zurück in den Markt. Typischerweise ist die Bandbreite an Reaktionen bei den einzelnen Investoren aber weit und es gelang auch Investoren, das Fenster zum Einstieg oder Ausbau zu nutzen.

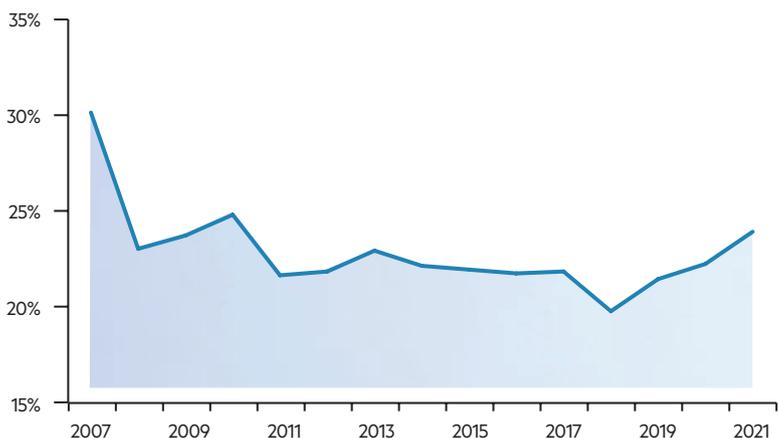
Auch diesmal werden die Reaktionen wieder sehr individuell verlaufen. Aber man kann davon ausgehen, dass viele

Rentenquote seit 2017



Quelle: Geschäftsberichte der DAX/MDAX-Unternehmen, kapitalgewichtet

Aktienquote seit 2017



Quelle: Geschäftsberichte der DAX/MDAX-Unternehmen, kapitalgewichtet

Investoren versuchen – soweit ausreichend Risikokapital vorhanden ist und keine regulatorischen Zwänge entstehen – die Krise mit ruhigerer Hand zu durchschiffen und nicht auf jede Marktentwicklung mit einer kurzfristigen Anpassung der Asset Allocation zu reagieren. Hilfreich wird sein, dass in den letzten Jahren zahlreiche Investoren auch in erwartbar weniger volatile Bereiche wie Immobilien oder Alternatives investiert haben. Das Glas als Sinnbild für den Ausblick 2022 ist somit je nach Perspektive halbvoll oder halbleer ●