

RAUSER

TOWERS
PERRIN



PENSIONSVERPFLICHTUNGEN
DAX 2005

UNTERNEHMEN IM SPANNUNGSFELD
VON KAPITALMARKTANFORDERUNGEN
UND FINANZIERUNGSSTRATEGIEN

INHALT

1	EINLEITUNG	3
2	ABSCHLUSSKENNZAHLEN IM DETAIL	4
2.1	VERPFLICHTUNG UND PLANVERMÖGEN	4
2.1.1	VERPFLICHTUNG	4
2.1.2	PLANVERMÖGEN (PLAN ASSETS)	5
2.1.3	GRAD DER AUSFINANZIERUNG (FUNDING RATIO)	7
2.2	BILANZIELLE AUSWIRKUNGEN	8
2.3	AUSWIRKUNGEN AUF DIE GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG	9
2.4	AUSWIRKUNGEN AUF DEN CASHFLOW	10
3	BEWERTUNGSANNAHMEN	11
3.1	RECHNUNGSZINS	11
3.2	ERWARTETE ERTRÄGE DES PLANVERMÖGENS	14
3.3	GEHALTS- UND RENTENDYNAMIK	16
3.4	BIOMETRISCHE RECHNUNGSGRUNDLAGEN	17
4	ZUSAMMENFASSUNG	18
	GLOSSAR	19
	DIE AUTOREN	20
	WEITERE RAUSER TOWERS PERRIN-STUDIEN	21
	ÜBER RAUSER TOWERS PERRIN	22

1 EINLEITUNG



Die Rauser Towers Perrin Studie Pensionsverpflichtungen DAX 2005 – Unternehmen im Spannungsfeld von Kapitalmarktanforderungen und Finanzierungsstrategien analysiert die Pensionsverpflichtungen der 30 im wichtigsten deutschen Börsensegment DAX notierten Unternehmen für das Jahr 2005. Basierend auf vergleichbaren Untersuchungen der Studienautoren in den Jahren 2003 bis 2005 werden die wichtigsten Änderungen bei den Pensionsverpflichtungen und den zu deren Deckung bzw. Ausfinanzierung ergriffenen Maßnahmen der genannten Unternehmen herausgearbeitet. Datengrundlage sind die in der DAX-Datenbank von Rauser Towers Perrin erfassten Jahresabschlussinformationen der Unternehmen aus diesem Börsensegment. Die von der DAX-Datenbank erfassten Jahresabschlussinformationen reichen zurück bis in das Jahr 1999.

Auch im letzten Jahr standen die Pensionsverpflichtungen zahlreicher Großunternehmen im Fokus der Analysten. Dies ist nicht zuletzt auf den dramatischen Verfall der Kapitalmarktzinsen zurückzuführen. Zwischen Januar und Dezember 2005 konnte ein Rückgang der Rendite der für die Bewertung von Pensionsverpflichtungen heranzuziehenden Unternehmensanleihen von guter Bonität (AA-Rating) in Höhe von ca. 30

Basispunkten verzeichnet werden. Die Verpflichtung zur Anpassung des Rechnungszinses an diese Kapitalmarktentwicklung nach den internationalen Rechnungslegungsstandards IAS bzw. US-GAAP hat nach Berechnungen der Studienautoren zu einer Erhöhung der Pensionsverpflichtungen um rund 30 Mrd. € geführt. Dies entspricht vier bis fünf Prozent der Marktkapitalisierung der DAX-Unternehmen.

Daneben ist die Entwicklung des Bilanzbildes der DAX-Unternehmen weiterhin durch den Trend zum Outside Funding geprägt. Insgesamt wurden im Jahr 2005 über 14 Mrd. € für Pensionsverpflichtungen zusätzlich reserviert. Davon entfallen allein 65% auf die Unternehmen DaimlerChrysler, Siemens, BASF und Henkel, wobei die beiden letzteren im abgelaufenen Geschäftsjahr ein Contractual Trust Arrangement (CTA)¹ neu aufgelegt und dotiert haben. Sie verstärken damit einen Trend, dem immer mehr Unternehmen folgen. Selbst nicht börsennotierte Großunternehmen gehen dazu über, Pensionsverpflichtungen aus der internationalen Bilanz auszulagern. Ein aktuelles Beispiel dafür ist die Bertelsmann AG.

Hinweis:

Um Lesern, die nicht im Detail mit der betrieblichen Altersversorgung und insbesondere deren Finanzierung und Bilanzierung vertraut sind, ein einfacheres Verständnis der Untersuchungsergebnisse zu ermöglichen, verfügt die Studie im Anhang über ein Glossar, in dem die wichtigsten Abkürzungen und Fachbegriffe kurz erläutert werden.

¹Vgl. zur Rechtskonstruktion des CTA: Schwinger/Jasper, Finanzbetrieb 2004, Beilage 1, S. 31.

2 ABSCHLUSSKENNZAHLEN IM DETAIL

2.1 VERPFLICHTUNG UND PLANVERMÖGEN

2.1.1 Verpflichtung

Der Anwartschaftsbarwert der Pensionsverpflichtungen der DAX-Unternehmen belief sich im Jahr 2005 auf insgesamt ca. 247 Mrd. € (vgl. Abbildung 1), wobei sich der Anstieg im Jahr 2005 auf 19% belief.

Auch im Jahr 2005 befinden sich die deutschen Großunternehmen noch in einer Phase, in der die Summe aus Interest Cost und Service Cost die laufenden Rentenzahlungen bei weitem übersteigt. Die Unternehmen bauen damit weiter aus aktuellen Zusagen gegenüber ihren Mitarbeitern sowie Zinseffekten stärker Verpflichtungen auf, als diese durch Rentenzahlungen abgebaut werden. So betragen die Rentenzahlungen im Jahr 2005 kumuliert ca. 10,3 Mrd. €, während die Summe aus Service Cost und Interest Cost ca. 15,7 Mrd. € betrug.

Misst man die Bedeutung der Pensionsverpflichtung an der Marktkapitalisierung des Unternehmens, setzt man also den Wert der Versorgungsansprüche der Mitarbeiter in Relation zum Wert des Unternehmens für die Aktionäre, wird deutlich, dass innerhalb der Gruppe der DAX-Unternehmen erhebliche Unterschiede bestehen. Für diese Unternehmen betragen die kumulierten Pensionsverpflichtungen zum 31.12.2005 insgesamt ca. 35% der Marktkapitalisierung.

Damit ist dieser Anteil, bei einer im Vergleich zum Vorjahr um 20% gestiegenen Marktkapitalisierung, um etwa ein Prozent in diesem Zeitraum gesunken. Der Median liegt bei ca. 28%; die Bandbreite hingegen bewegt sich wie im Vorjahr zwischen 0,6% für SAP, die auch in 2004 den niedrigsten Anteil der Pensionsverpflichtungen an der Marktkapitalisierung aufwies, und 118,6% für Lufthansa.

Der Anteil von 35% der Pensionsverpflichtungen an der Marktkapitalisierung führt dazu, dass beispielsweise ein durch einen marktinduzierten Rückgang des Diskontierungszinses verursachter Anstieg der Pensionsverpflichtungen um 10% über alle DAX-Unternehmen c.p. eine Verringerung des Börsenwertes um 3,5% bewirken müsste, sofern keine Absicherung (Hedging) der Verpflichtungsposition über entsprechende Asset-Strukturen vorhanden ist.²

Insbesondere aus diesen Größenordnungen begründet sich die hohe Aufmerksamkeit, die den Pensionsverpflichtungen seitens der Rating-Agenturen, Investoren und Analysten zuteil werden. In den letzten Jahren sind diese unter Führung von Standard & Poor's dazu übergegangen, Pensionsverpflichtungen grundsätzlich dem langfristigen Fremdkapital zuzuordnen. Im Zuge des vertieften Verständnisses für die deutsche Direktzusage und ihre Finanzierung, hat sich der Schwerpunkt der Rating-Agenturen von der

isolierten Betrachtung des Ausfinanzierungsgrades der Pensionsverpflichtungen auf eine differenziertere Sichtweise verlagert. Im Mittelpunkt steht nun das vom jeweiligen Unternehmen betriebene „Pension (Risk) Management“.

²Vgl. zur Immunisierung von Finanzierungsrisiken etwa Jasper/Schwinger/Delvai, Finanzierungsrisiken in der betrieblichen Altersversorgung – Ansätze zur Immunisierung, Finanzbetrieb 2/2004, Beilage 1, S. 3 ff.

Bei den DAX-Unternehmen betragen die kumulierten Pensionsverpflichtungen zum 31.12.2005 insgesamt rund 35% der Marktkapitalisierung und damit etwa ein Prozent weniger als im Vorjahr.

2.1.2 Planvermögen (Plan Assets)

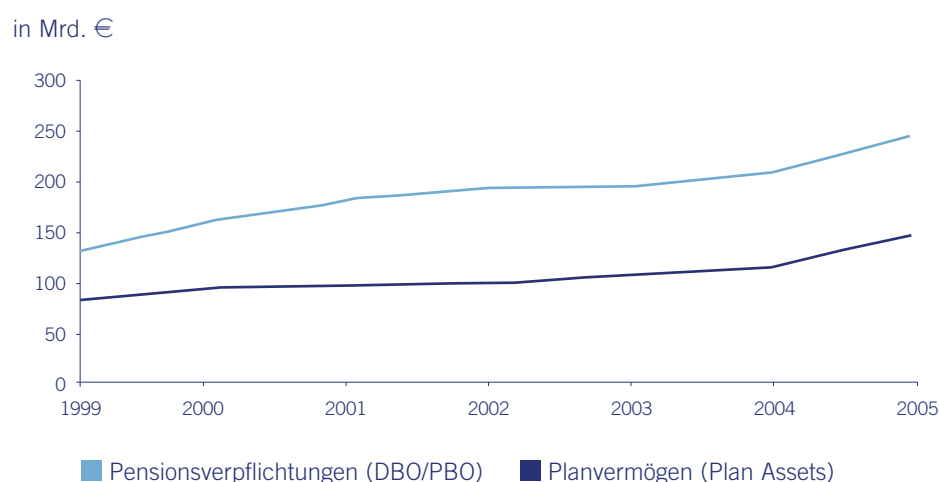
Insgesamt haben die DAX-Unternehmen ein Vermögen im Wert von ca. 139 Mrd. € (2005) nach den für Planvermögen (Plan Assets) unter IAS bzw. US-GAAP geltenden Kriterien zur Bedeckung der Pensionsverpflichtungen reserviert. Im Vorjahr wurde demgegenüber eine Größenordnung von 104 Mrd. € erreicht. Dies entspricht einem Anstieg um ca. 34%. Der Anteil der Plan Assets an der Marktkapitalisierung der Unternehmen ist um zwei Prozentpunkte von 18% auf 20% gestiegen.

Zur Klassifizierung als Plan Assets muss das Vermögen ausschließlich zu Zwecken der Bedienung von Pensionsverpflichtungen bereitgestellt und dem Zugriff des Unternehmens dauerhaft entzogen sein.³ In Abbildung 1 wird deutlich, dass im Zeitraum von 1999 bis 2005 der Umfang des Planvermögens mit ca. 114% mehr als deutlich angestiegen ist. Neben Effekten aus Wechseln in der Indexzusammensetzung⁴ ist dies primär auf Unternehmensentscheidungen zur (weiteren) Dotierung der Pensionsverpflichtungen zurückzuführen.

Interpretiert man die Service Cost als konservative Maßgröße für eine nachhaltige Dotierungspolitik, so fällt auf, dass, neben BASF, die in 2005 mit 3,9 Mrd. € Initialdotierung einen CTA neu aufgelegt haben, zahlreiche Unternehmen weit höhere Beträge

ABBILDUNG 1

ENTWICKLUNG DER PENSIONSVERPFLICHTUNGEN (PBO/DBO UND PLAN ASSETS)



in ihr Pensionsvermögen zuführen, als dem in 2005 verdienten Teil der Pensionsverpflichtung entspricht. Gründe hierfür sind neben dem bei vielen Unternehmen noch nicht erreichten vollen Funding auch die Dotierung aufgrund bilanzpolitischer Maßnahmen, z. B. der Vermeidung einer so genannten Additional Minimum Liability.⁵

Setzt man die Dotierung in Relation zu den Service Cost, so wurden von allen Unternehmen, die Angaben zur Höhe ihrer Beiträge (Contributions) in das Pensionsvermögen machen, im Durchschnitt 320% der Service Cost dotiert.⁶ Besonders hohe Dotierungen

im Verhältnis zu den Service Cost wurden von BASF und Henkel getätigt. Bei einer Betrachtung der absoluten Dotierungshöhe liegt BASF mit ca. 3,9 Mrd. € an der Spitze des Unternehmensfeldes.

³Vgl. im Einzelnen: IAS 19.7, FAS 87.19.

⁴Berücksichtigt wurden die zum jeweiligen Jahresende im Index enthaltenen Unternehmen.

⁵Vgl. FAS 87.36.

⁶Ohne Hypo Real Estate.



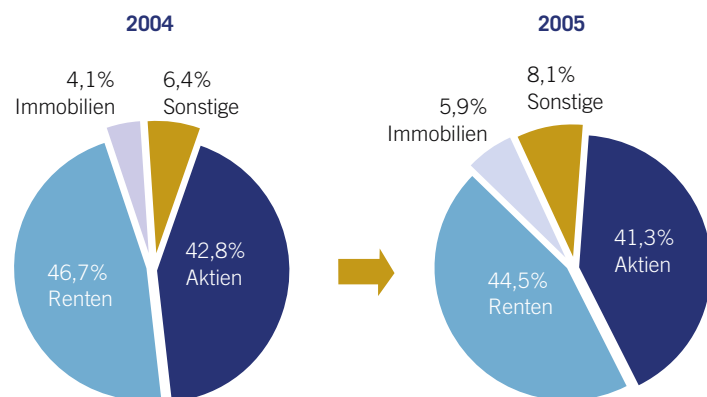
Im Jahr 2005 wurden deutliche Zuführungen in das Planvermögen geleistet. Es wurde etwa so viel Vermögen reserviert wie in den Jahren 2003 und 2004 zusammen. Dies ist wiederum darauf zurückzuführen, dass im Jahr 2005 weitere Initialdotierungen für neu aufgelegte CTAs geleistet wurden. Die Versorgungsleistungen, die aus dem Planvermögen erbracht werden, liegen bei ca. 6,7 Mrd. €.

Darüber hinaus hat – wie schon in 2004 – die positive Entwicklung der Kapitalmärkte auch im letzten Jahr in erheblichem Umfang zur Erholung des Planvermögens geführt.

Für alle Geschäftsjahre, die nach dem 15. Dezember 2003⁷ enden, regelt US-GAAP eine detailliertere Vorgehensweise bei der Angabe und Erläuterung der Strategischen Asset Allocation.⁸ Hierbei ist zumindest eine Aufgliederung nach Aktien, Renten, Immobilien und sonstigen Anlagekategorien vorzunehmen. Entsprechend haben alle acht DAX-Unternehmen, die nach US-GAAP bilanzieren, eine solche Gliederung vorgenommen.

ABBILDUNG 2

VON DEN DAX-UNTERNEHMEN GENUTZTE ANLAGEKATEGORIEN (ASSET ALLOCATION) 2004 UND 2005 IM VERGLEICH



IAS verlangt diese erweiterten Anhangangaben ebenfalls⁹, jedoch zwingend erst mit dem Geschäftsjahr, das am oder nach dem 1. Januar 2006 beginnt. Derartige Angaben sind für Unternehmen, die nach IAS bilanzieren, dementsprechend (noch) freiwilliger Natur. Im Vergleich zum Vorjahr wo nur vier Unternehmen ihren Anhang um diese Informationen freiwillig erweitert haben, haben dies im Jahr 2005 bereits 15 Unternehmen getan. Sieben verzichteten zum Ende des Geschäftsjahres 2005 darauf.

Gemäß den Vorgaben von US-GAAP bzw. IAS werden in den allermeisten Fällen die Angaben auf die Anlagekategorien Aktien, Bonds, Immobilien und Sonstige bezogen.

Trotz erheblicher Mittelzuflüsse blieb die Asset Allocation im Vergleich zum Vorjahr nahezu unverändert. Von denjenigen Unternehmen, die ihre Zielallokation auch für das Jahr 2006 angegeben haben¹⁰, gehen die meisten von einer Fortsetzung der in 2005 verfolgten Anlagestrategie aus; es werden zwar Justierungen der Asset Allocation vorgenommen, geplante Umschichtungen in größerem Umfang werden dagegen nicht angekündigt.

Eine Beurteilung von Effizienz und der durch eine Strategische Asset Allocation zum Ausdruck kommende Risikoneigung von Pensionsvermögen kann jedoch nur im Zusammenhang mit der Struktur und Laufzeit der entsprechenden Pensionsverpflichtung vorgenommen werden.

⁷Vgl. FAS 132.19 (revised 2003).

⁸FAS 132.5d (1) – (4) (revised 2003).

⁹IAS 19 Amendment, Dec. 2004, § 120 j – m.

¹⁰IAS 19 Amendment, Dec. 2004, § 159 B.

Über zwei Drittel der DAX-Unternehmen haben ihre Verpflichtungen zu mehr als 40% ausfinanziert. Der durchschnittliche Grad der Ausfinanzierung liegt bei 56%.

2.1.3 Grad der Ausfinanzierung (Funding Ratio)

Mit dem Grad der Ausfinanzierung (Funding Ratio) wird das Verhältnis des Planvermögens (in Marktwerten) zur Pensionsverpflichtung (PBO bzw. DBO) zum Ausdruck gebracht. Sie kann als Maßgröße für die Kapitaldeckung zum Stichtag interpretiert werden.

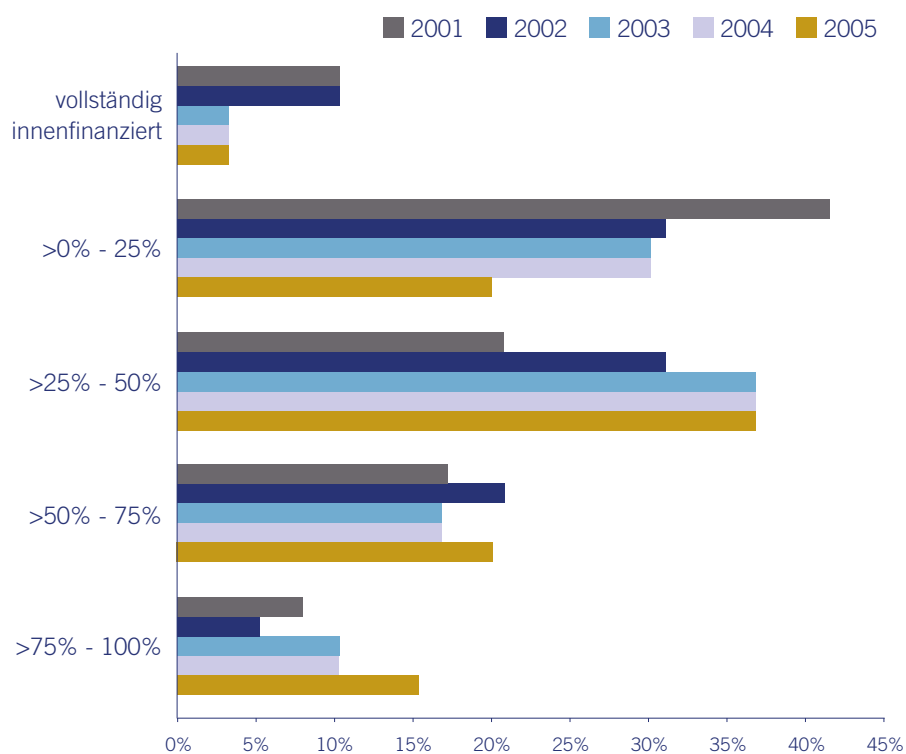
Vergleicht man die unternehmensspezifischen Funding Ratios im Zeitablauf, so wird deutlich, dass sich der Anteil der Unternehmen, die auf eine Kapitaldeckung ihrer Pensionsverpflichtungen komplett verzichten, in den letzten fünf Jahren von 10% auf 3% deutlich reduziert hat.

Adidas ist das einzige Unternehmen, welches Pensionsverpflichtungen nicht mit Plan Assets unterlegt hat. Dies dürfte jedoch auch darauf zurückzuführen sein, dass der Sportartikelhersteller – neben der Deutschen Börse – über die mit deutlichem Abstand geringsten Pensionsverpflichtungen im DAX-Kreis verfügt, so dass hier nur in begrenztem Umfang zukünftige Cashflow-Risiken abzusichern bzw. Nachteile aufgrund internationaler Bilanzierungsvorschriften auszugleichen sind.

Über zwei Drittel der DAX-Unternehmen haben ihre Verpflichtungen zu mehr als 40% ausfinanziert, wobei der durchschnittliche Ausfinanzierungsgrad bei 56% liegt.

ABBILDUNG 3

ANALYSE DER PLAN ASSETS IN % DES ANWARTSCHAFTSBARWERTS (FUNDING-RATIOS) BEI DEN DAX-UNTERNEHMEN



Als Spitzenreiter im Hinblick auf die Funding Ratio wurde die Deutsche Bank von der Hypo Real Estate abgelöst. Beide verfügen jedoch über einen diesbezüglichen Wert von mehr als 100%. Und damit zeigen sie sogar eine leichte Kapitalüberdeckung ihrer Pensionsverpflichtungen. Insgesamt sind auch

im letzten Jahr die DAX-Unternehmen auf ihrem Weg zur vollständigen Ausfinanzierung der Pensionsverpflichtungen vorangekommen. Der durchschnittliche Ausfinanzierungsgrad ist im Vergleich zum Vorjahr um 12% gestiegen.



2.2 BILANZIELLE AUSWIRKUNGEN

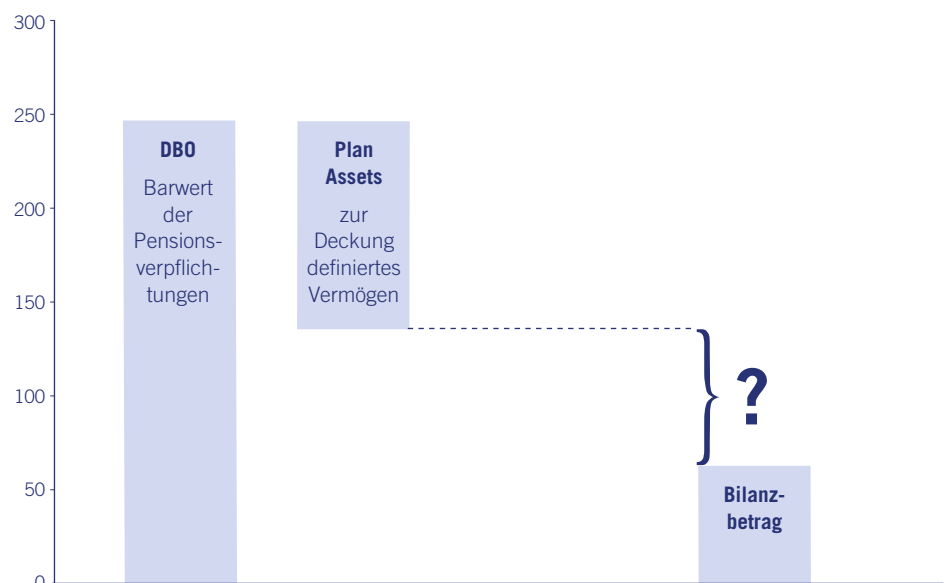
Bedingt durch das so genannte Corridor Accounting und die daraus resultierenden Glättungseffekte spiegelt sich die tatsächliche Differenz zwischen den Pensionsverpflichtungen der Unternehmen und dem Planvermögen nicht vollständig in der Bilanz wider.

Unerwartete Gewinne und Verluste, die sowohl aus der Verpflichtung selbst als auch aus dem Planvermögen entstehen können, werden im Jahr ihres Entstehens nicht direkt als Aufwand bzw. Ertrag gebucht, sondern werden über die erwartete Restdienstzeit der aktiven zusageberechtigten Mitarbeiter verteilt. Allerdings wird diese Verteilung nur dann vorgenommen, wenn die Gewinne bzw. Verluste 10% des Maximums aus der Verpflichtung und dem Planvermögen überschreiten. Dies wird als Corridor Accounting bezeichnet¹¹ und führt zu gewissen Glättungseffekten in der Bilanz. Bedingt durch diese Effekte wurde im Jahr 2005 statt 108 Mrd. € (247 Mrd. € Verpflichtungen abzüglich 139 Mrd. € Planvermögen) lediglich ein Bilanzbetrag in Höhe von ca. 63 Mrd. € ausgewiesen (vgl. Abbildung 4). Die fehlenden 45 Mrd. € sind den noch nicht realisierten versicherungsmathematischen Verlusten sowie den Prior Service Cost zuzuordnen.

Seit dem Jahr 2005 haben die nach IAS bilanzierenden Unternehmen ein weiteres Wahlrecht. Neben dem Corridor Accounting

ABBILDUNG 4

BILANZIELLE ABBILDUNG DER PENSIONSVERPFLICHTUNGEN



und der sofortigen erfolgswirksamen Verrechnung der versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste können nun die versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste dauerhaft erfolgsneutral mit dem Eigenkapital verrechnet werden. Zehn der 22 nach IAS bilanzierenden Unternehmen haben sich für diese neue Option entschieden und etwa 13,4 Mrd. € mit dem Eigenkapital verrechnet. Dies entspricht ca. 13% des Eigenkapitals.

Nach Planung des FASB werden die nach US-GAAP bilanzierenden Unternehmen ebenfalls zum Bilanzstichtag 2006 diese Verluste mit dem Eigenkapital verrechnen müssen. Die nach US-GAAP bilanzierenden DAX-Unternehmen weisen momentan nicht-realisierte versicherungsmathematische Verluste in Höhe von 31,4 Mrd. Euro aus, was 19% des Eigenkapitals entspricht.

¹¹FAS 87.29 ff., IAS 19.92 – 93.95.

Mehr als die Hälfte der nach IAS bilanzierenden Unternehmen im DAX haben sich dafür entschieden, ihre Interest Cost im Finanzergebnis auszuweisen und damit ihr operatives Ergebnis zu verbessern.

2.3 AUSWIRKUNGEN AUF DIE GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

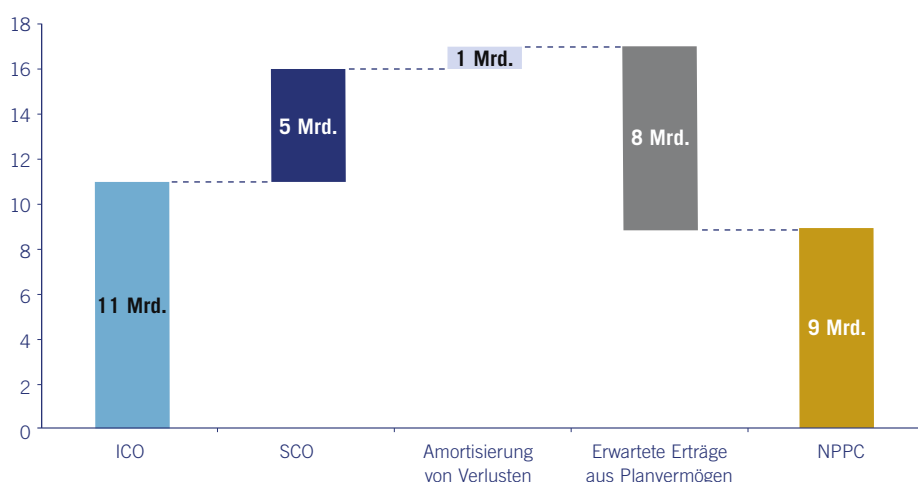
Die Gewinn- und Verlustrechnungen der DAX-Unternehmen wiesen in 2005 insgesamt ca. 9 Mrd. € an realisierten Pensionskosten (Net Periodic Pension Cost) aus. Dabei betragen der eigentliche Personalaufwand (Service Cost) 5 Mrd. €, der Zinsaufwand (Interest Cost) 11 Mrd. € und die erwarteten Erträge des Planvermögens (Expected Return on Plan Assets) 8 Mrd. €.¹²

Setzt man die Aufwendungen (Net Periodic Pension Cost) in Relation zu den kumulierten Umsätzen der DAX-Unternehmen im Jahr 2005, so ergibt sich eine „Kostenquote“, bezogen auf den Umsatz, in Höhe von 1,0%. In den Jahren 1999 bis 2004 schwankte diese Quote zwischen im Maximum 1,1% (1999) und 0,6% (2001) im Minimum. Die Aufwendungen für Pensionsverpflichtungen betragen 18% des Jahresüberschusses.

Nach FAS 87.54 besteht die Verpflichtung, den „Expected Return on Plan Assets“ im operativen Ergebnis zu zeigen; IAS 19.61 i.V.m. IAS 19.119 eröffnet eine Wahlmöglichkeit, die auch erlaubt, Interest Cost und Expected Return on Plan Assets im Finanzergebnis auszuweisen.¹³

Diese Vorgehensweise kann, abhängig vom Volumen des Planvermögens, zu massiven Unterschieden bei den GuV-Größen führen.

ABBILDUNG 5
ZUSAMMENSETZUNG DER NET PERIODIC PENSION COST DER DAX-UNTERNEHMEN



Während bei Unternehmen mit kapitalgedeckten Verpflichtungen das operative Ergebnis durch den Ausweis der Expected Return on Plan Assets verbessert wird, verfügen Unternehmen, die dem Weg der Innenfinanzierung folgen, nicht über diese Möglichkeit. Werden bei der kapitalmarkt-orientierten Unternehmensanalyse diese Unterschiede nicht in vollem Umfang gewürdigt, so ergeben sich Bewertungsnachteile für Unternehmen ohne Außenfinanzierung. Um eine vergleichende Unternehmensanalyse herstellen zu können, sind Bereinigungen sowohl in Bilanz- als auch in GuV-Positionen notwendig.¹⁴

Unterstellt man beispielsweise einen „naiv“ angewandten EBIT-Multiplikator von 5 und

wendet diesen auf die Expected Return on Plan Assets der DAX-Unternehmen an, so ergibt sich für diejenigen, die Pensionsverpflichtungen nach den Kriterien internationaler Rechnungslegungsvorschriften kapitalgedeckt haben, eine Erhöhung der kumulierten Unternehmenswerte um 40 Mrd. €.¹⁵ Dies ist auf ein durch das Funding induziertes, zusätzliches EBIT in Höhe der Expected Return on Plan Assets (8,0 Mrd. €) zurückzuführen. Dieser Effekt ergibt sich jedoch nur, wenn der Expected Return on Plan Assets im operativen Ergebnis ausgewiesen wird. Auch aus diesem Grund haben sich mehr als die Hälfte der nach IAS bilanzierenden Unternehmen dafür entschieden, ihre Interest Cost im Finanzergebnis auszuweisen und damit ihr operatives Ergebnis zu verbessern.

¹²Der verbleibende Restbetrag entfällt auf sonstige Elemente der Net Periodic Pension Cost („Amortisation“).

¹³Vgl. etwa IAS 19 (revised 2002) über Employee Benefits, in: der Aktuar 9 (2003) Heft 1, S. 18.

¹⁴Vgl. hierzu ausführlich Jasper/Delvai, Kapitalmarktorientierte Bewertung – Einfluss des „Pension Accounting“, Finanzbetrieb 6/2003, S. 387 ff.

¹⁵In der Kapitalmarktwirklichkeit kann nicht von einer naiven Verwendung der Multiplikatoren ausgegangen werden; die Analysten nehmen vielfältige Bereinigungen vor.

Vgl. hierzu ausführlich Jasper/Delvai, Fußnote 14.

Während der letzten fünf Jahre stiegen die Rentenzahlungen um etwa 65% auf 10,3 Mrd. €. Allein im zurückliegenden Jahr betrug der Anstieg ca. 11%.

2.4 AUSWIRKUNGEN AUF DEN CASHFLOW

Über die letzten fünf Jahre wuchsen die Rentenzahlungen von etwa 6,3 Mrd. € auf 10,3 Mrd. € (Abbildung 6) um insgesamt ca. 65%. Allein im zurückliegenden Jahr betrug der Anstieg ca. 11%.

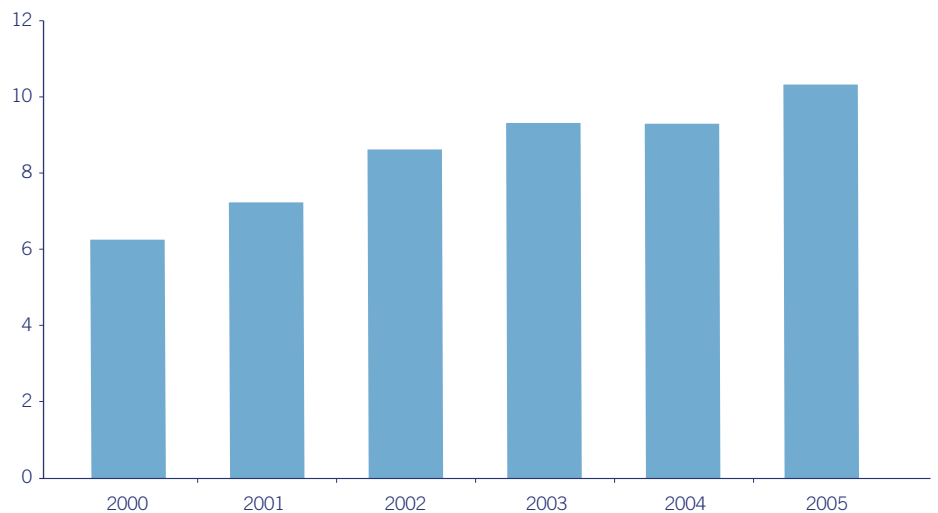
Von den gesamten betrieblichen Pensionszahlungen wurden im Jahr 2005 wiederum ca. 6,7 Mrd. € aus Planvermögen geleistet. Der Anteil der nicht aus Planvermögen erbrachten Renten am operativen Cashflow betrug etwa 6% (2004 : 3%). Insgesamt belief sich der Anteil der Liquiditätsabflüsse für betriebliche Altersversorgung (Rentenzahlungen und Contributions in externe Funds) auf 31 % des operativen Cashflows.

Während die durch die Pensionsverpflichtung induzierte Cashflow-Belastung im Rahmen eines Funding-Konzeptes zeitlich flexibel gesteuert werden kann, diktieren bei nicht vorhandenen Pensionsvermögen die Verpflichtungen Zeitpunkt und Höhe der Auszahlung.

ABBILDUNG 6

VERSORGUNGSZAHLUNGEN DER DAX-UNTERNEHMEN

in Mrd. €



3 BEWERTUNGSANNAHMEN

Aufwendungen für Pensionen und die Höhe der Verpflichtungen werden durch in der Zukunft liegende Zahlungsströme (Kapital, Raten, Renten) determiniert. Bei der Ermittlung der Verpflichtungen stellen die Höhe und Fälligkeit der erwarteten Zahlungen sowie aktuarielle Annahmen zur Ermittlung des Barwerts dieser Zahlungen die bestimmenden Parameter dar.

FAS 87 und IAS 19 nennen drei relevante finanzielle Annahmen zur Ermittlung der Pensionsverpflichtungen:

- Rechnungszins
- erwartete langfristige Verzinsung des Vermögens
- Gehalts-/Rentendynamik

Zusätzlich haben auch die biometrischen Rechnungsgrundlagen Auswirkungen auf die Höhe der Pensionsverpflichtungen.

3.1 RECHNUNGSZINS

Der Rechnungszins dient zur Ermittlung des Barwerts der Pensionsverpflichtungen, der Service Cost und der Interest Cost. Er repräsentiert die Rate, mit der die Pensionsverpflichtung effektiv abgefunden werden könnte. Dieser Zinssatz ist unmittelbar an die Renditeentwicklung von Unternehmensanleihen guter Bonität (AA-Rating) mit korrespondierender mittlerer Laufzeit bzw. Duration gekoppelt.

Ein Rückgang dieser Referenzzinssätze übersetzt sich direkt in einen höheren Anwartschaftsbarwert der Pensionsverpflichtung. Dem Rechnungszins kommt bei der Bewertung von Pensionsverpflichtungen eine erhebliche Bedeutung zu: Im Regelfall zieht eine einprozentige Verringerung des Diskontierungszinssatzes eine Erhöhung der Pensionsverpflichtungen von 10% bis 20% nach sich.¹⁶

¹⁶Bei gegebenem Diskontierungszins ist die Duration des Anwartschaftsbarwerts abhängig von der Bestands- und Zusagestruktur. Vgl. hierzu Jasper/Scherer: Approximating Corporate Liabilities, in: Scherer (Hrsg.) Asset and Liability Management Tools, 2003, S. 98.

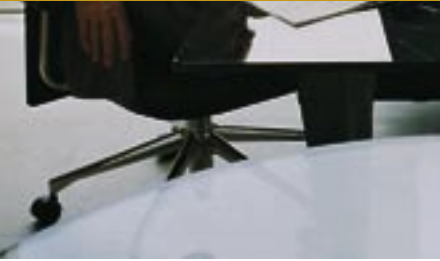
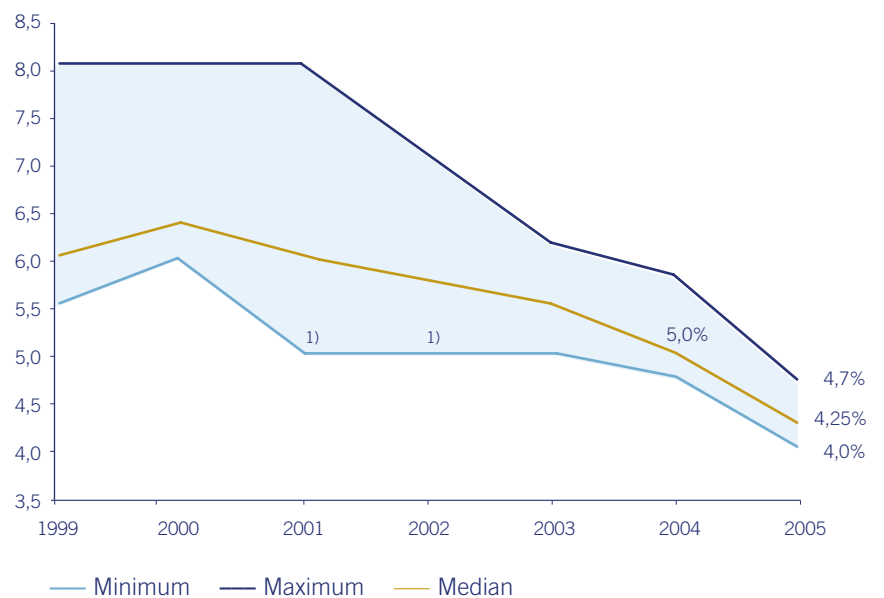


Abbildung 7 zeigt, dass die DAX-Unternehmen der rückläufigen Entwicklung der Kapitalmarktzinsen Rechnung getragen und entsprechend den Diskontierungszins reduziert haben. Für das Jahr 2005 lag dieser im Median bei 4,25% (Vorjahr 5,0%). Fünf Jahre zuvor wurden im Median dagegen 6,4% zugrundegelegt.¹⁷ Daneben wird deutlich, dass mit zunehmender Erfahrung der Unternehmen in der internationalen Rechnungslegung, sich ein deutlicherer Konsens im Hinblick auf den anzuwendenden Rechnungszins herausgebildet hat. Dies kommt durch einen Rückgang der Bandbreite der gewählten Zinssätze von 3% im Jahr 2001 auf 0,7% im Jahr 2005 zum Ausdruck.

ABBILDUNG 7

ENTWICKLUNG DES RECHNUNGSZINSES BEI DEN DAX-UNTERNEHMEN



1) ohne Bayer AG

¹⁷Sämtliche Analysen beziehen sich hierbei auf die für Deutschland geltenden Werte, soweit separat ausgewiesen.

Sollte sich die Erholung der Referenzrenditen fortsetzen, ist mit einer Erhöhung des Rechnungszinses und einem Rückgang der Pensionsverpflichtungen zum nächsten Bilanzstichtag zu rechnen.

Analysiert man die Veränderungen des Rechnungszinses für deutsche Verpflichtungen vom Geschäftsjahr 2004 auf das Geschäftsjahr 2005, so zeigt sich folgendes Bild:

TABELLE 1: VERÄNDERUNG DES RECHNUNGSZINSES 2004 UND 2005 IM VERGLEICH

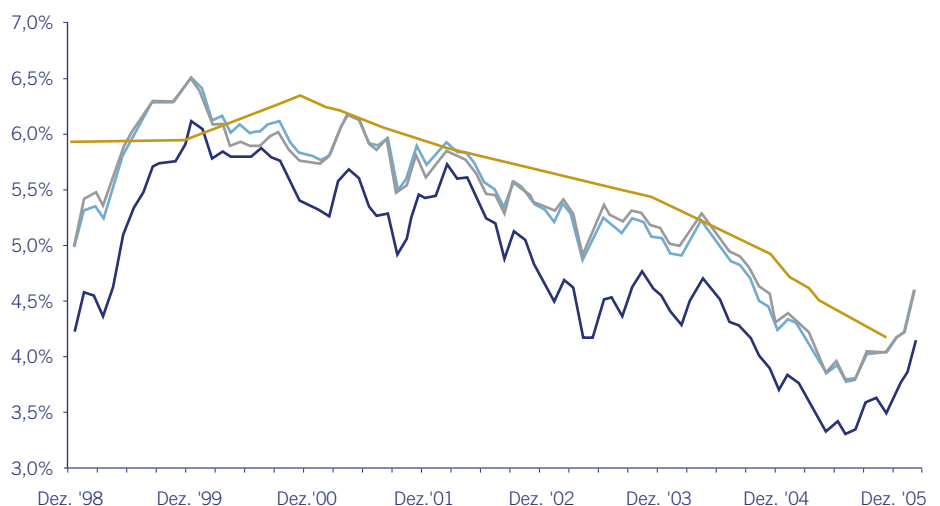
	% der Unternehmen	
	2005	2004
Absenkung des Rechnungszinses	100%	87%
- davon 50 bis 100 Basispunkte	100%	77%
- davon 25 bis 49 Basispunkte	0%	10%
- davon 1 bis 24 Basispunkte	0%	0%
Keine Veränderung	0%	10%
Erhöhung des Rechnungszinses	0%	3%

Im Durchschnitt beträgt die Reduzierung des Diskontierungszinses 0,75% (Vorjahr 0,56%). Dies geschah vor dem Hintergrund der Renditeentwicklung von Corporate Bonds bis Ende 2005. Dabei haben alle Unternehmen den Rechnungszins um 50 Basispunkte oder mehr reduziert.

In den ersten Monaten des Jahres 2006 kam es zu einer Erholung der Referenzrenditen um über 60 Basispunkte. Sollte sich diese Entwicklung verfestigen, ist mit einer Erhöhung des Rechnungszinses und einem korrespondierenden Rückgang der Pensionsverpflichtungen zum nächsten Bilanzstichtag zu rechnen.

ABBILDUNG 8

RECHNUNGSZINS DER DAX-UNTERNEHMEN VS. „THEORETISCHER“ RECHNUNGSZINS



Rechnungszins nach IAS/US-GAAP auf Basis von Unternehmensanleihen

- mit Laufzeit 10 Jahre
- mit Laufzeit 20 Jahre
- mit Laufzeit 30 Jahre
- Median-Rechnungszins



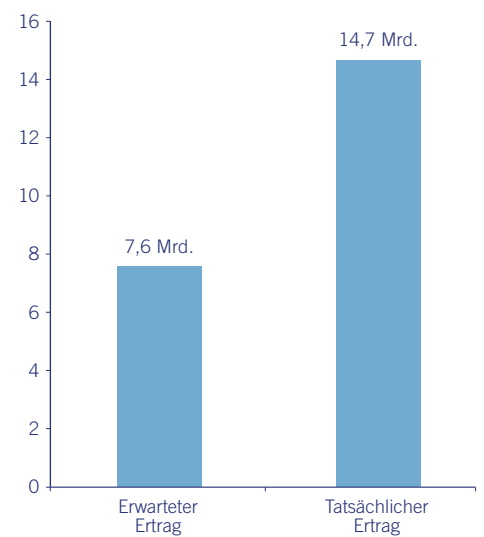
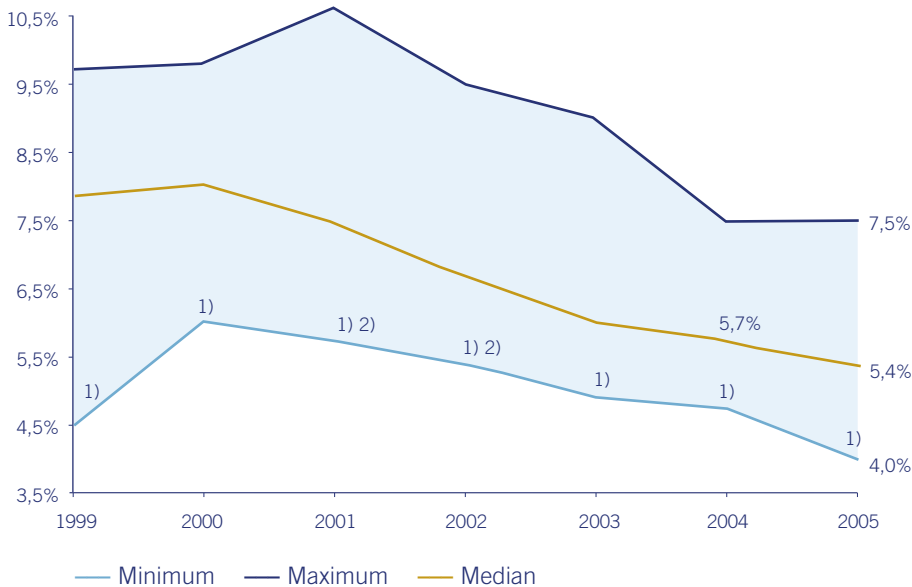
3.2 ERWARTETE ERTRÄGE DES PLANVERMÖGENS

In der Erfassung der erwarteten Erträge des Planvermögens liegt eine der Besonderheiten des Pension Accounting nach IAS bzw. US-GAAP. Da die Ermittlung des GuV-relevanten Aufwands der betrieblichen Altersversorgung prospektiv zu erfolgen hat, werden mit den

erwarteten Erträgen (neben den Interest Cost und den Service Cost) Planungsgrößen in der GuV erfasst. Abbildung 9 zeigt die hierfür getroffenen Annahmen der DAX-Unternehmen – soweit separat für Deutschland ausgewiesen – für das Pensionsvermögen, welches die deutschen Verpflichtungen bedeckt.

ABBILDUNG 9

ERWARTETER ERTRAG DES PLANVERMÖGENS (EXPECTED RETURN ON PLAN ASSETS) DER DAX-UNTERNEHMEN FÜR PENSIONSVERMÖGEN, DIE INLÄNDISCHE VERPFLICHTUNGEN BEDECKEN



1) ohne Deutsche Post AG
2) ohne Bayer AG



Ab dem Jahr 2000 ist auch hier – zumindest im Mittelwert – ein Trend zur Reduzierung der erwarteten Erträge des Planvermögens zu verzeichnen, welches mit den verringerten langfristigen Renditeerwartungen für die gewählten Asset-Klassen korrespondiert.

2005 lagen die Renditeerwartungen auf die Pensionsvermögen im Median bei 5,4% (Vorjahr 5,73%), während sich diese Größe in 2002 noch auf 6,7% belief. Auffällig ist

hierbei die Veränderung der erwarteten Vermögensverzinsung. Über die Hälfte der Unternehmen reduzierten die erwarteten Erträge.

Der Expected Return on Plan Assets spiegelt die gewichtete Rendite der Assets des Portfolios¹⁸ wider und variiert mit der strategischen Asset Allocation. Die tatsächlich im Jahr 2005 erzielte Performance des Pensionsvermögens belief sich auf 10,6%.¹⁹ Damit wurden die erwarteten Erträge um etwa fünf

Prozent übertroffen. Hierzu hat die deutlich positive Performance sowohl des Aktien- als auch des Anleihemarktes beigetragen.

TABELLE 2

VERÄNDERUNGEN DES ERWARTETEN ERTRAGS VON PLANVERMÖGEN
DER DAX-UNTERNEHMEN 2004 UND 2005 IM VERGLEICH

	% der Unternehmen	
	2005	2004
um 1,00% und mehr	15%	15%
um 0,75% bis 0,99%	15%	10%
um 0,50% bis 0,74%	54%	15%
um 0,25% bis 0,49%	0%	10%
um 0,01% bis 0,24%	15%	10%
Unverändert	38%	25%
Erhöhung	8%	15%

¹⁸Vgl. FAS 87.30.

¹⁹Abgeschätzt auf Basis der Summe der Actual Return on Plan Assets bezogen auf Plan Assets zum 31.12.2005.



3.3 GEHALTS- UND RENTEN-DYNAMIK

Für Deutschland regelt §16 BetrAVG die Dynamisierung der Rentenzahlungen. Danach ist der Arbeitgeber verpflichtet, alle drei Jahre eine Anpassung der laufenden Renten zu überprüfen. Diese vorgeschriebene Dynamisierung wird im Regelfall an den Verbraucherpreisindex für Deutschland geknüpft.

Nach § 16 Abs. 3 Nr. 1 BetrAVG erfüllt der Arbeitgeber die Pflicht zur Anpassung der Betriebsrenten auch dann, wenn er diese um mindestens ein Prozent jährlich erhöht und dies in der Zusage garantiert. Dies gilt allerdings nur für Zusagen, die nach dem 31.12.1998 erteilt wurden. Dementsprechend ist davon auszugehen, dass nahezu sämtliche laufenden Renten der DAX-Unternehmen der Anpassungspflicht nach § 16 Abs. 1 BetrAVG unterliegen.

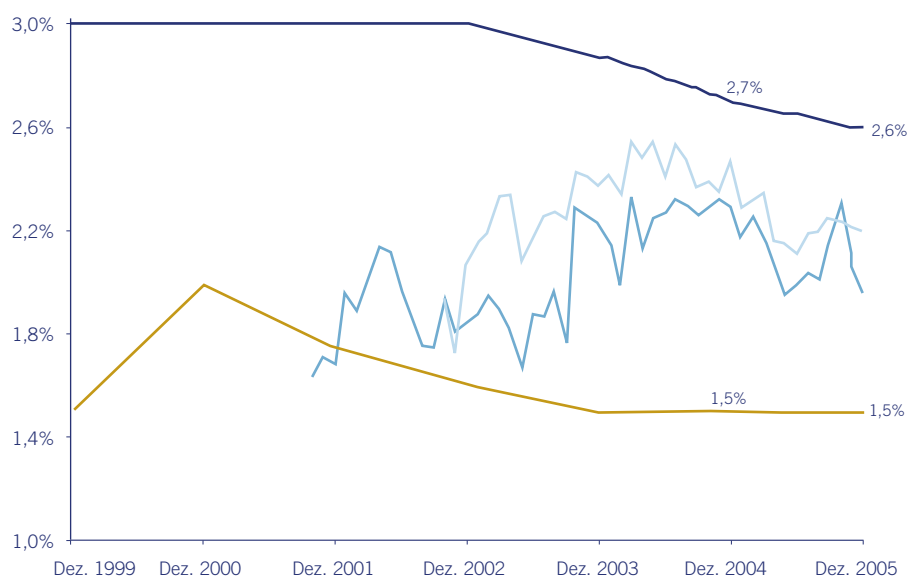
Hieraus wird deutlich, dass eine Annahme über die künftige Rentendynamik zumindest teilweise an langfristige Inflationserwartungen gekoppelt ist. Diese lassen sich aus sogenannten inflationsindexierten Anleihen (Inflation Linked Bonds) ableiten.

Abbildung 10 zeigt die aus inflationsindexierten Anleihen des französischen Staates abgeleitete implizite Inflationserwartung für Europa. Hierbei liegt die langfristige Inflationserwartung bei 2,2%, die kurzfristige bei 1,9%. Zum Vergleich sind die Mediane der Annahmen zur Bezüge- und Rentendynamik abgebildet.

Die Annahmen zur Bezügedynamik lagen in 2005 im Median der DAX-Unternehmen bei 2,6% und damit nahezu unverändert auf Vorjahresniveau. Auch die Annahmen zur Rentendynamik bzw. Inflation lagen im Median ebenfalls unverändert im Vergleich zum Vorjahr bei 1,5%. Angesichts der europäischen Inflationserwartungen ist dieser Wert zunächst überraschend, jedoch liegt die Inflationsrate bereits über einen größeren Zeitraum in Deutschland unter dem europäischen Durchschnitt, was offenbar auch die Erwartungen prägt.

ABBILDUNG 10

IMPLIZITE INFLATION VON INFLATIONSINDEXIERTEN ANLEIHEN (INFLATION LINKED BONDS) VS. BEZÜGE-/RENTENDYNAMIK BEI DAX-UNTERNEHMEN



Implizite Inflation aus

- OATe bis 2012
- OATe bis 2032
- Median Bezügedynamik
- Median Rentendynamik

3.4 BIOMETRISCHE RECHNUNGSGRUNDLAGEN

Im Jahr 2005 sind die neuen Richttafeln 2005G von Prof. Dr. Klaus Heubeck veröffentlicht worden. Bei diesen neuen biometrischen Rechnungsgrundlagen handelt es sich im Gegensatz zu den Richttafeln von 1998 um eine Generationentafel, d.h. die Ausscheidewahrscheinlichkeiten werden für jeden Zeitpunkt in der Zukunft in Abhängigkeit vom jeweiligen Geburtsjahr ermittelt und hängen somit nicht mehr wie bisher allein vom Lebensalter und Geschlecht ab.

Bei gleichgebliebener durchschnittlicher Lebenserwartung ist die rechnerische Lebenserwartung für ältere Jahrgänge tendenziell niedriger, für jüngere Jahrgänge höher.

Damit ergibt sich bei den neuen Richttafeln 2005G bei Rentnerbeständen tendenziell eine geringere Pensionsverpflichtung. Bei den Anwärtern dagegen ergibt sich dementsprechend eher eine höhere Verpflichtung. Durch die neuen Invalidisierungs- und Verheiratungswahrscheinlichkeiten ergeben sich ebenfalls Veränderungen. Liegen gut durchmischte Personenbestände zugrunde, erhält man je nach Altersstruktur durch die Umstellung bedingte Erhöhungen von einem bis zu zwei Prozent.

4 ZUSAMMENFASSUNG

Von den DAX-Unternehmen wurden 2005 weitere wichtige Schritte zu einem konsequenten Risiko- und Finanzmanagement von Pensionsverpflichtungen unternommen.

Das gewachsene Bewusstsein aller Kapitalmarktteilnehmer für die Pensionsverpflichtungen ist weiterhin eine Herausforderung für die Unternehmen. Diese Aufmerksamkeit wurde im Jahr 2005 nicht zuletzt durch die Entwicklung des Rechnungszinses und die daraus resultierenden Veränderungen der Verpflichtungen bestätigt. Auch vor diesem Hintergrund wurden von den DAX Unternehmen im Jahr 2005 wichtige Schritte hin zu einem konsequenten Risiko- und Finanzmanagement bezüglich der Pensionsverpflichtungen unternommen.

Soll die personalpolitische Funktion der betrieblichen Altersversorgung in diesem Umfeld nicht nur erhalten sondern auch gefördert werden, kann eine positive Umsetzung nur im Schulterschluss zwischen Finanz- und Personalverantwortlichen erfolgen.

Gemeinsame Herausforderungen für diese Unternehmensbereiche lassen sich grob in drei Kategorien zusammenfassen:

- transparente und attraktive Pensionszusagen für Mitarbeiter
- professionelle Steuerung der Pensionsverpflichtungen als Bestandteil eines effektiven und effizienten Risikomanagements und
- klare Zuordnung von Pensionsverpflichtungen und Pensionsvermögen als Element einer kapitalmarktorientierten Finanzpolitik.

Dieser Schulterschluss kommt in dem sich immer noch verstärkenden Trend zu beitragsorientierten Zusagen, der verstärkten Kapitaldeckung der Pensionsverpflichtungen und der detaillierten Abstimmung der Anlagestrategie auf die Verpflichtungsstruktur auch unter dem Stichwort Liability Driven Investment (LDI) zum Ausdruck.

Während sich ein integriertes Risiko- und Finanzmanagement der Pensionsverpflichtungen im Kreis der DAX Unternehmen fest etabliert hat, ist auch in anderen börsennotierten Unternehmen, insbesondere im MDAX aber auch bei größeren mittelständischen Unternehmen ein klarer Trend erkennbar. Dies manifestiert sich schon heute zum einen in der Einführung beitragsorientierter Versorgungssysteme, die hohe Attraktivität und Transparenz für die Mitarbeiter mit kalkulierbaren Kosten für die Unternehmen verbinden. Zum anderen lässt sich dieses Bewusstsein auch daran erkennen, dass sich mittelständische Unternehmen bei der Bewertung der Pensionsverpflichtungen für den Ansatz in der Handelsbilanz zunehmend an den Richtlinien der internationalen Rechnungslegung orientieren.

Ein weiterer Schritt wird für viele Unternehmen in der globalen Zusammenführung aller ihrer Verpflichtungen und Plan Assets in einem integrierten Steuerungsinstrument liegen.

GLOSSAR



Outside Funding: Ausgliederung von Pensionsvermögen in externe Finanzierungsvehikel (z.B. CTA)

CTA: Contractual Trust Arrangement, Mittel zur Nachbildung rechnungslegungsrelevanter Elemente des angelsächsischen Trusts nach deutschem Recht. Mittels einer Treuhandkonstruktion wird Pensionsvermögen beim Trägerunternehmen ausgegliedert.

PBO / DBO: Projected Benefit Obligation (bei US-GAAP)/Defined Benefit Obligation (bei IAS), Anwartschaftsbarwert der Pensionsverpflichtung

Strategische Asset Allocation: Zielstruktur der Vermögensanlage

Plan Assets/Planvermögen: zur Deckung der Pensionsverpflichtung definiertes Vermögen

Expected Return on Plan Assets: erwartete Erträge des Planvermögens

Funding Ratio: Grad der Ausfinanzierung. Mit der Funding Ratio wird das Verhältnis von Plan Assets (Marktwerte) zur Pensionsverpflichtung (PBO bzw. DBO) zum Ausdruck gebracht. Sie kann als Maßgröße für die Kapitaldeckung zum Stichtag interpretiert werden.

Corridor Accounting: Vorgehensweise, die Gewinne und Verluste innerhalb eines 10%-Korridors unberücksichtigt lässt

Delayed Recognition: Verteilung der den Korridor übersteigenden Gewinne und Verluste auf die Restdienstzeit der aktiven Begünstigten. Führt in Kombination mit dem Corridor Accounting zu einem Glättungseffekt

Net Periodic Pension Cost (NPPC): Betrag der in der Gewinn- und Verlustrechnung realisierten Pensionskosten

Service Cost (SCO): eigentlicher Personalaufwand/ Dienstzeitaufwand

Interest Cost (ICO): Zinsaufwand

DIE AUTOREN



Sieglinde Deihle,
Senior Consultant Rauser Towers Perrin

Sieglinde Deihle ist seit April 1984 bei Rauser Towers Perrin tätig. Sie verfügt über langjährige Erfahrung im Bereich der betrieblichen Altersversorgung, insbesondere in der umfassenden Beratung und aktuariellen Betreuung von namhaften Firmen des deutschen Mittelstands sowie von Großunternehmen mit internationaler Verflechtung. Auch an der Neu- und Umgestaltung von Versorgungswerken ist sie beteiligt.

Parallel zu ihrer Beratungstätigkeit ist Sieglinde Deihle als Themenverantwortliche in verschiedene Studienprojekte bei Rauser Towers Perrin involviert.

Frau Deihle hat an der Eberhard-Karls-Universität Tübingen studiert und mit dem Staatsexamen in Mathematik und Chemie abgeschlossen.

Kontakt:
sieglinde.deihle@towersperrin.com

Dr. Thomas Jasper,
Vorstand Rauser Towers Perrin

Dr. Thomas Jasper ist Mitglied des Vorstands von Rauser Towers Perrin und gehört dem Unternehmen seit Anfang 2002 an. Neben der umfassenden Betreuung und Beratung von Großkunden auf dem Gebiet der betrieblichen Altersvorsorge verantwortet er die Fachbereiche „Investment Consulting“ und „Globale kapitalmarktorientierte Beratung“.

Er verfügt über eine mehr als zehnjährige Beratungserfahrung in den Bereichen Finanzierungsstrategie, kapitalmarktorientierte Vergütungsmodelle sowie Gestaltung von Systemen der betrieblichen Altersversorgung. Darüber hinaus hat er eine breit gefächerte Erfahrung in der Betreuung von internationalen Großunternehmen sowie namhaften Vertretern des deutschen Mittelstandes. Ein besonderer Schwerpunkt seiner Tätigkeit liegt auf der strategischen Integration von Themen der betrieblichen Altersversorgung, der Unternehmensfinanzierung und der internationalen Kapitalmärkte.

Dr. Thomas Jasper hat an der Eberhard-Karls-Universität Tübingen studiert und dort am Lehrstuhl für betriebswirtschaftliche Steuerlehre und Wirtschaftsprüfung, Prof. F.W. Wagner, promoviert.

Kontakt:
thomas.jasper@towersperrin.com

Dipl.-oec. Corinna Lux
Consultant Rauser Towers Perrin

Corinna Lux ist seit Februar 2005 bei Rauser Towers Perrin im Bereich Investment Consulting tätig. Ihr Tätigkeitsschwerpunkt liegt in der Betreuung internationaler Großunternehmen sowie von namhaften Vertretern des deutschen Mittelstands insbesondere bei kapitalmarktorientierten Fragestellungen der betrieblichen Altersversorgung.

Frau Lux hat an der Universität Ulm Wirtschaftswissenschaften mit der Spezialisierung Finanz- und Versicherungswirtschaft studiert. Sie hat zahlreiche Praktika im Bereich der Lebensversicherung und bAV absolviert. Derzeit befindet sie sich in der Ausbildung zum Aktuar.

Kontakt:
corinna.lux@towersperrin.com

WEITERE RAUSER TOWERS PERRIN-STUDIEN

Pan European Pension Plans

Tendenzen, Zielrichtungen und Umsetzungsstand der europaweiten Steuerung von Pensionsverpflichtungen und zugehöriger Vermögenswerte
Ergebnisbericht 2005/2006
Frankfurt April 2006

Flexible Benefits

Survey Report 2005/2006
European Report mit Auswertungen zu den europäischen Kernmärkten einschließlich Deutschland
London Januar 2006

Managing Global Pay and Benefits

Worldwide Total Remuneration – Gesamtvergütung im internationalen Vergleich
2005-2006
New York März 2006

CFOs Navigate the Pensions Storm

2005 CFO Survey Report Europe
London November 2005

Managing Employee Benefits Globally

Strukturierte Ansätze und koordinierte Vorgehensweisen gewinnen die Oberhand
Eine Studie zum globalen Benefit-Management
Frankfurt März 2005

ÜBER RAUSER TOWERS PERRIN

Towers Perrin zählt zu den weltweit führenden Management-Beratungen. Die Beratungsgesellschaft unterstützt Unternehmen, ihre Mitarbeiter so einzusetzen und zu führen, dass sie die Unternehmensperformance nachhaltig steigern.

Das Unternehmen bietet innovative Lösungen in den Beratungsbereichen HR Services (Human Resource Management Consulting), Tillinghast (Managementberatung für Finanzdienstleister) sowie Reinsurance. Die Geschäftsbereiche sind mit mehr als 5.000 MitarbeiterInnen in 25 Ländern weltweit präsent.

In Deutschland unterhält Towers Perrin Büros an den Standorten Frankfurt, Köln und Reutlingen mit aktuell rund 290 MitarbeiterInnen. Im Bereich HR Services berät Towers Perrin Unternehmen in den Themenfeldern Vergütung und Compensation Intelligence, Talent Management sowie Strategie und Organisation der HR-Funktion.

Mit Blick auf die betriebliche Altersversorgung (bAV) werden seit Juli 2005 sämtliche Deutschlandaktivitäten unter der Marke Rauser Towers Perrin gebündelt. Beratungsschwerpunkte sind hier die Konzeption, Einführung und Finanzierung von betrieblichen Versorgungswerken, das Management weltweiter Pensionsverpflichtungen, die Entwicklung und Implementierung integrierter Administrationslösungen, die Erstellung von versicherungsmathematischen Gutachten sowie die Tätigkeit als globaler Aktuar.

Weitere Informationen

Mehr Details zum Beratungs- und Dienstleistungsspektrum von Towers Perrin und Rauser Towers Perrin entnehmen Sie bitte unserem Internet-Auftritt unter www.rausertowersperrin.com bzw. www.towersperrin.de.

Kontakt:

Reiner Jung
Head of Marketing
Towers Perrin Germany
Eschersheimer Landstraße 50
60322 Frankfurt

Tel: +49 (0) 69 1505-5116

E-Mail: reiner.jung@towersperrin.com

R A U S E R

**TOWERS
PERRIN**



www.rausertowersperrin.com

Eschersheimer Landstr. 50
60322 Frankfurt
Tel.: +49 (0) 69 1505-50
Fax: +49 (0) 69 1505-5544
E-Mail: info-de@towersperrin.com

Oskar-Kalbfell-Platz 14
72764 Reutlingen
Tel.: +49 (0) 7121 3122-0
Fax: +49 (0) 7121 3122-278
E-Mail: info@rausertowersperrin.com

Am Heilbrunnen 47
72766 Reutlingen
Tel.: +49 (0) 7121 16272-0
Fax: +49 (0) 7121 16272-55
E-Mail: info@rausertowersperrin.com