

NUR FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER. DARF OHNE VORHERIGE SCHRIFTLICHE
GENEHMIGUNG NICHT VERVIELFÄLTIGT WERDEN.
DIE RISIKOHINWEISE FINDEN SIE AM ENDE DES DOKUMENTS.



INSIGHT INVESTMENT PENSION MONITOR

PENSIONSRISEN DER DAX30- UND MDAX-UNTERNEHMEN
AUS EINER KAPITALMARKTPERSPEKTIVE

> Eine Studie der Frankfurt School of
Finance & Management in Kooperation
mit Insight Investment.



ZUSAMMENFASSUNG

Der Insight Investment Pension Monitor ist eine von der Frankfurt School of Finance & Management in Kooperation mit Insight Investment durchgeführte Studie.

Während sich viele Studien auf Messgrößen wie Pensionsvermögen, Pensionsverpflichtungen, Pensionsdefizit und Ausfinanzierungsgrad konzentrieren, stellt der Pension Monitor einen Bezug zur Unternehmensbilanz her, um den Einfluss von Risiken aus Pensionszusagen, im Folgenden als Pensionsrisiken bezeichnet, auf Kapitalmarktindikatoren wie Aktienkursentwicklung und Refinanzierungskosten zu untersuchen. In der Studie wird beschrieben, welchen Einfluss Pensionsrisiken auf die Unternehmensbewertung haben und wie die Unternehmensführung durch gezielte Steuerung der Pensionsrisiken einen Mehrwert schaffen kann.

Der Pension Monitor analysiert 15 Pensionsrisikokennzahlen, die sich aus den Pensionsverpflichtungen bzw. den sogenannten Direktzusagen der DAX 30-Unternehmen und den 50 Unternehmen des MDAX ergeben. Grundlage sind die Informationen aus den Geschäftsberichten seit 2011.

Die wichtigsten Erkenntnisse des Pension Monitors im Überblick:

- **Es konnte ein Zusammenhang zwischen hohen Pensionsrisiken und einer nachteiligen Aktienkursentwicklung festgestellt werden:** Investoren in Unternehmen mit niedrigen Pensionsrisiken konnten im Vergleich zu Aktionären von Unternehmen mit hohen Pensionsrisiken eine deutliche Überrendite erwirtschaften.
- **Hohe Pensionsrisiken führten zu höheren Refinanzierungskosten:** Die Fremdkapitalkosten der Unternehmen mit geringeren Pensionsrisiken lagen unter denen mit höheren Pensionsrisiken. Auch die Eigenkapitalkosten der Unternehmen mit hohen Pensionsrisiken waren wesentlich höher als die von Unternehmen mit niedrigen Pensionsrisiken.
- **Die Steuerung der Pensionsrisiken liegt weitgehend in der Entscheidungshoheit eines Unternehmens:** Eine differenzierte Analyse nach den Risiken auf der Aktiv- und der Passivseite der Pensionsbilanz zeigt, dass die Risiken auf der Aktivseite in Summe eine größere Relevanz für die Kapitalmarktindikatoren haben. Dies ist insofern eine gute Nachricht für die Unternehmen, als sie über ihre Dotierungspolitik und ihre Kapitalanlage- und Risikomanagementstrategie die Aktivseite unmittelbar beeinflussen können.
- **Eine Stakeholder-Perspektive bietet eine Alternative zu einer barwertigen Betrachtung von Pensionsrisiken:** Hierbei wurden Cashflows an die Interessengruppen „Arbeitnehmer“ (Rentenzahlungen und erdiente Ansprüche), „Staat“ (Steuern), „Aktionäre“ (Dividenden) und „Fremdkapitalgeber“ (Zinsen), jeweils ausgedrückt als Prozentsatz des Umsatzes, im Zeitablauf miteinander verglichen. Während diese Stakeholder-Perspektive im betrachteten Zeitraum darauf hindeutet, dass die Pensionen einen relativ niedrigen und stabilen Anteil am Gesamtumsatz ausmachen, wird es interessant sein zu beobachten, wie sich diese Kennzahl in Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs entwickeln wird.
- **Aus einer Branchenperspektive sind Versorger der Sektor mit dem höchsten Gesamtpensionsrisiko.** Betrachtet man die Risiken der Aktivseite der Pensionsbilanz in Isolation, weisen Unternehmen der Branchen „Technologie“ und „Verbraucherservice“ die geringsten Pensionsrisiken auf, Versorger und Finanzdienstleister dagegen die höchsten. Auf der Passivseite der Pensionsbilanz haben Telekommunikations- und Finanzdienstleistungsunternehmen die geringsten und Versorger, Industrie- und Rohstoffunternehmen die höchsten Pensionsrisiken.

INSIGHT INVESTMENT PENSION MONITOR

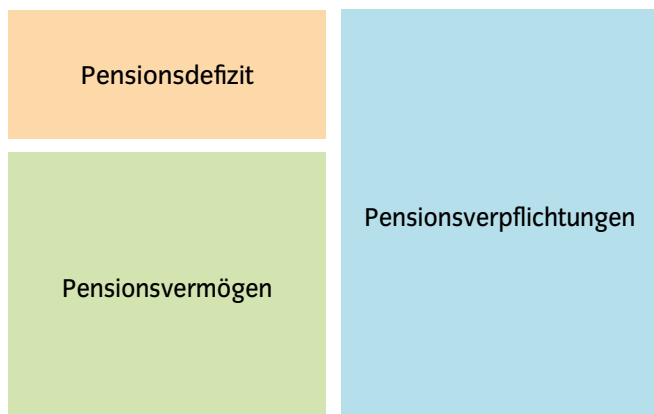
EINE STUDIE DER FRANKFURT SCHOOL OF FINANCE & MANAGEMENT IN KOOPERATION MIT INSIGHT INVESTMENT

DIE BEWERTUNG DER PENSIONSRISEN EINES UNTERNEHMENS SOLLTE ÜBER DIE REINE BETRACHTUNG VON DEFIZITEN HINAUSGEHEN

Finanzierungslücken genießen die größte öffentliche Aufmerksamkeit

Die Pensionsbilanz besteht aus Pensionsvermögen (oftmals auch als Planvermögen bezeichnet) und den Pensionsverpflichtungen. Die Differenz ist i.d.R. negativ und somit liegt in den meisten Fällen ein Defizit vor (Abbildung 1). Dieses Pensionsdefizit findet in der öffentlichen Wahrnehmung große Aufmerksamkeit, da es kumuliert für die kapitalmarktorientierten Unternehmen (DAX 30 und MDAX) in einer Größenordnung jenseits von 100 Mrd. Euro liegt¹.

Abbildung 1 – Schematische Pensionsbilanz²



Die isolierte Betrachtung des Pensionsdefizits kann irreführend sein

Das Pensionsrisiko hat viele Facetten und die unterschiedlichen Aspekte werden vom Kapitalmarkt differenziert bewertet. Die Untersuchung der Vielfalt der Pensionsrisiken ist einer der zentralen Aspekte dieser Studie.

Um Unternehmen dabei zu helfen, die mit ihren Pensionszusagen verbundenen Risiken besser einschätzen zu können, hat der Pension Monitor 15 Risikokennzahlen auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen definiert (Tabelle 1) und ausgewertet. Um den Pensionsrisiken eine Struktur zu geben, wurden die Risikokennzahlen jeweils einer der drei folgenden Kategorien zugeordnet:

- Versicherungsmathematische Annahmen
- Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz
- Risiken auf der Passivseite der Pensionsbilanz

Die nachstehende Tabelle 1 führt eine zusätzliche, 16. Risikokennzahl auf, die Hedge-Ratio. Obwohl dies ein interessanter zu analysierender Aspekt wäre, lassen sich die hierfür benötigten Informationen nicht aus den Jahresberichten der Unternehmen herleiten, weshalb diese Kennziffer von der Analyse ausgeschlossen werden musste.

¹ per Oktober 2019. ² Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

Tabelle 1 – Pensionsrisikokennzahlen³

| |
|--|
| Versicherungsmathematische Annahmen |
| Rechnungszins |
| Inflationserwartungen |
| Hedge-Ratio |
| Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz |
| Pensionsdefizit/Marktkapitalisierung |
| Pensionsdefizit/Eigenkapital |
| Pensionsdefizit/langfristige Verbindlichkeiten |
| Ausgezahlte Renten/Dividendenzahlungen |
| Dotierungen/Eigenkapital |
| Risiken auf der Passivseite der Pensionsbilanz |
| Ausfinanzierungsgrad |
| Pensionsverpflichtungen/Marktkapitalisierung |
| Pensionsverpflichtungen/Eigenkapital |
| Pensionsverpflichtungen/langfristige Verbindlichkeiten |
| Pensionsaufwand/Eigenkapital |
| Wachstum der Pensionsansprüche = (Servicekosten + Zinsaufwand – ausgezahlte Renten)/Eigenkapital |
| Deckungsgrad der Pensionsansprüche = EBIT/(Servicekosten + Zinsaufwand – ausgezahlte Renten) |
| Wachstum der relativen Pensionsverpflichtungen = (Servicekosten + Zinsaufwand – ausgezahlte Renten)/(langfristige Verbindlichkeiten + Pensionsverpflichtungen) |

METHODISCHES VORGEHEN: DIE BEWERTUNG VON PENSIONSRIKISKEN AUS EINER KAPITALMARKTPERSPEKTIVE

Zu den zentralen Fragen für Finanzvorstände (CFOs) und Investoren gehört, ob Pensionsrisiken Auswirkungen auf Kapitalmarktindikatoren wie Unternehmensbewertung, Aktienkursentwicklung und Refinanzierungskosten haben. Der Pension Monitor versucht diese Fragen zu beantworten.

In der Studie wurden die Pensionsrisiken der 80 Unternehmen des DAX30 und des MDAX im Zeitraum von 2011 bis 2019 untersucht. Der Pension Monitor analysiert die Risiken auf drei Ebenen:

1. Gesamtpensionsrisiko, d.h. über alle 15 Risikokennzahlen hinweg
2. Risiken differenziert nach Aktiv- und Passivseite der Pensionsbilanz
3. Individuelle Risikokennzahlen

Deskriptive „Top/Bottom“-Betrachtung: Vergleich der Unternehmen mit dem höchsten und niedrigsten Pensionsrisiko

Um ein erstes Verständnis für den Zusammenhang zwischen Pensionsrisiken und Kapitalmarktindikatoren wie Refinanzierungskosten, Aktienkursentwicklung und Unternehmensbewertung zu entwickeln, wurde in einem ersten Schritt eine „Top/Bottom“-Analyse durchgeführt.

Um zu entscheiden, ob ein Unternehmen ein hohes oder niedriges Gesamtpensionsrisiko aufweist, wurden die 80 Unternehmen für jede der 15 Pensionsrisikokennzahlen von „niedrigem“ nach „hohem“ Pensionsrisiko sortiert. Für jede Risikokennzahl wurde ihnen ein Rang zugeordnet und der Durchschnittsrang über die 15 Kennzahlen hinweg spiegelt das gesamte durchschnittliche Pensionsrisiko jedes Unternehmens wider. Die 40 Unternehmen mit den niedrigsten Pensionsrisiken wurden im „Top“-Portfolio gleichgewichtet zusammengefasst, die 40 Unternehmen mit den höchsten Pensionsrisiken entsprechend im „Bottom“-Portfolio. Die Zuordnung zum „Top“- bzw. „Bottom“-Portfolio erfolgt aufgrund der Verfügbarkeit von Bilanzdaten immer zum 1. Juli eines jeden Jahres, und die Zusammensetzung der Portfolios bleibt bis zum 30. Juni des folgenden Jahres bestehen.

³ Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

Anschließend betrachtet der Pension Monitor das Verhältnis zwischen den Portfolios mit hohem („Bottom“-Portfolio) bzw. niedrigem („Top“-Portfolio) Pensionsrisiko und einer Reihe von Kapitalmarktindikatoren:

- Entwicklung des Aktienkurses⁴
- Fremdkapitalkosten⁵
- Eigenkapitalkosten⁶
- Unternehmensbewertung

Validierung der Ergebnisse der „Top/Bottom“-Analyse: Betrachtung von Quintilportfolios und risikoadjustierten Renditen

In einem nächsten Schritt testet der Pension Monitor die initialen Ergebnisse der deskriptiven „Top/Bottom“-Analyse. Dies geschieht einerseits durch das Bereinigen um andere potenzielle Faktoren, die die Entwicklung des Aktienkurses beeinflussen könnten (so wird es möglich, den Effekt von Pensionsrisiken auf die Kapitalmarktindikatoren isoliert zu betrachten), und andererseits durch das Einführen von Quintilportfolios.

Um Effekte anderer preisbeeinflussender Faktoren herauszurechnen, wird das 5-Faktoren-Modell von Fama und French (2015) angewandt, das die folgenden bekannten Risikoeinflüsse berücksichtigt:

- Marktrisiko: Rendite in Abhängigkeit von der Gesamtperformance der Finanzmärkte (Markt-Beta)
- Size-Faktor: Rendite in Abhängigkeit von der Marktkapitalisierung eines Unternehmens
- Value-Faktor: Rendite in Abhängigkeit vom Preis-Buchwert-Verhältnis eines Unternehmens
- Investment-Faktor: Rendite in Abhängigkeit vom Wachstum der Aktiva eines Unternehmens
- Quality-Faktor: Rendite in Abhängigkeit von der operativen Rentabilität eines Unternehmens

Andererseits werden, um etwaige Muster zwischen den Pensionsrisikokennzahlen und den Kapitalmarktindikatoren besser erkennen zu können, Quintilportfolios gebildet. Das erste Quintilportfolio (Q1) enthält die 20% der DAX30- und MDAX-Unternehmen, die das geringste Pensionsrisiko aufweisen. Das fünfte Quintilportfolio (Q5) enthält die 20% der Unternehmen mit dem höchsten Pensionsrisiko. Folglich steigt das durchschnittliche Pensionsrisiko von Q1 nach Q5 an.

Die Verwendung von Quintilportfolio hat zwei entscheidende Vorteile gegenüber der vorherigen „Top/Bottom“-Betrachtung:

1. Wenn ein systematischer Zusammenhang zwischen den Pensionsrisiken und den Kapitalmarktindikatoren besteht, dann sollte der Indikator von Q1 bis Q5 zunehmen.
2. Es ist leichter erkennbar, ob es sich um einen linearen oder nicht-linearen Zusammenhang handelt.

⁴ Messung der Entwicklung der beiden Portfolios unter der Annahme, dass Dividenden reinvestiert werden. Transaktionskosten werden ignoriert.

⁵ Näherungswerte auf Basis von CDS- (Credit Default Swap) Spreads.

⁶ Näherungswerte auf Basis des Capital Asset Pricing Model (CAPM) Beta.

ERGEBNISSE DES PENSION MONITORS: ANALYSE VON PENSIONSRSIKEN MIT HILFE VON „TOP/BOTTOM“-PORTFOLIOS

Die zentralen Ergebnisse im Überblick:

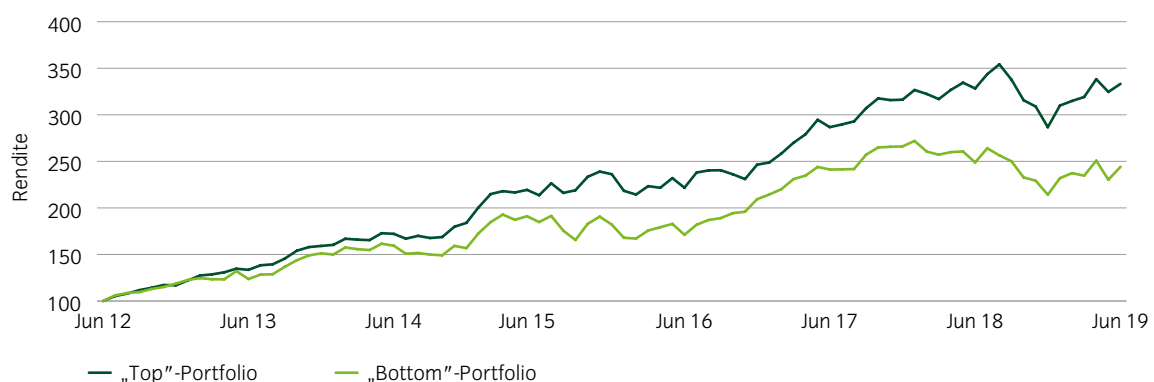
- Die Aktienkursentwicklung der 40 Unternehmen mit den niedrigsten Pensionsrisiken („Top“-Portfolio) war um mehr als 5% p.a. höher als die der 40 Unternehmen mit den höchsten Pensionsrisiken („Bottom“-Portfolio).
- Unternehmen des „Top“-Portfolios hatten im Durchschnitt um 30% niedrigere Eigenkapitalkosten als die des „Bottom“-Portfolios.
- Auch bei den Fremdkapitalkosten profitierten die Unternehmen mit niedrigen Pensionsrisiken: Hier lagen die Einsparungen 14% unter den Fremdkapitalkosten der 40 Unternehmen mit den höchsten Pensionsrisiken.

Aktienperformance: Höheres Risiko bedeutet nicht höhere Rendite

Abbildung 2 zeigt die Wertentwicklung des „Top“- und des „Bottom“-Portfolios. Der Unterschied ist beträchtlich. Während des betrachteten Zeitraums erwirtschafteten die Unternehmen mit den niedrigsten Pensionsrisiken (dunkelgrüne Linie) eine kumulierte Gesamrendite von 233%, was einer annualisierten Rendite von 18,8% entspricht. Dagegen erzielten die Unternehmen mit den höchsten Pensionsrisiken (hellgrüne Linie) eine kumulierte Gesamrendite von 145%, was einer annualisierten Rendite von 13,6% entspricht.

Die Analyse kann so interpretiert werden, dass Investoren für die Übernahme zusätzlicher Pensionsrisiken nicht mit einer (Pensions-) Risikoprämie entschädigt werden. Für die CFOs bedeutet dies, dass durch das bewusste Steuern von Pensionsrisiken ein Unternehmensmehrwert geschaffen werden kann. Denn: Neben einer Minderrendite von mehr als 5 Prozentpunkten pro Jahr mussten Investoren in Unternehmen mit höheren Pensionsrisiken auch eine höhere Schwankungsbreite in Kauf nehmen (die Volatilität des „Top“-Portfolios betrug 12% pro Jahr gegenüber 15% pro Jahr beim „Bottom“-Portfolio). In der Bewertung von Pensionsrisiken scheint der Kapitalmarkt den Zusammenhang „höheres Risiko = höhere Rendite“ nicht zu kennen.

Abbildung 2 – Einfluss von Pensionsrisiken auf die Aktienkursentwicklung⁷

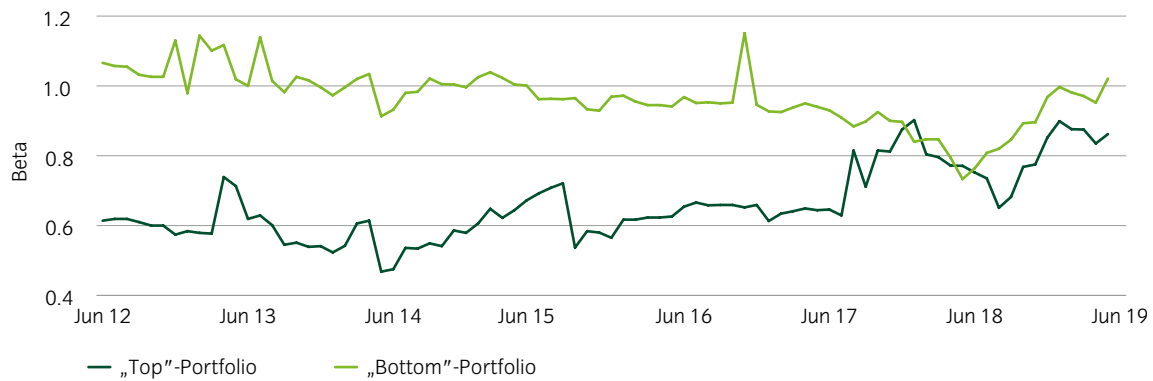


Kapitalkosten: Höhere Pensionsrisiken führen zu höheren Refinanzierungskosten

Betrachtet man zunächst die Eigenkapitalkosten, wiesen die Unternehmen mit niedrigen Pensionsrisiken ein geringeres Beta auf als Unternehmen mit hohen Pensionsrisiken. Die Aktien des „Top“-Portfolios hatten über den Betrachtungszeitraum ein durchschnittliches Beta von knapp 0,7, die des „Bottom“-Portfolios dagegen eines von rund 1. Multipliziert man die Differenz im Beta mit einer angenommenen Aktienmarktrisikoprämie von 5%, dann lagen die Eigenkapitalkosten von Unternehmen mit niedrigen Pensionsrisiken um 150 Basispunkte unter denen mit hohen Risiken. Bezieht man die Differenz in den Eigenkapitalkosten auf das gesamte Eigenkapital der DAX 30- und MDAX-Unternehmen, dann fällt das Resultat mit rund 15 Mrd. Euro pro Jahr ökonomisch relativ hoch aus. Diese niedrigeren Eigenkapitalkosten von Unternehmen mit geringen Pensionsrisiken schlagen sich auch in einer höheren Unternehmensbewertung nieder (hierzu mehr im weiteren Verlauf).

⁷ Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

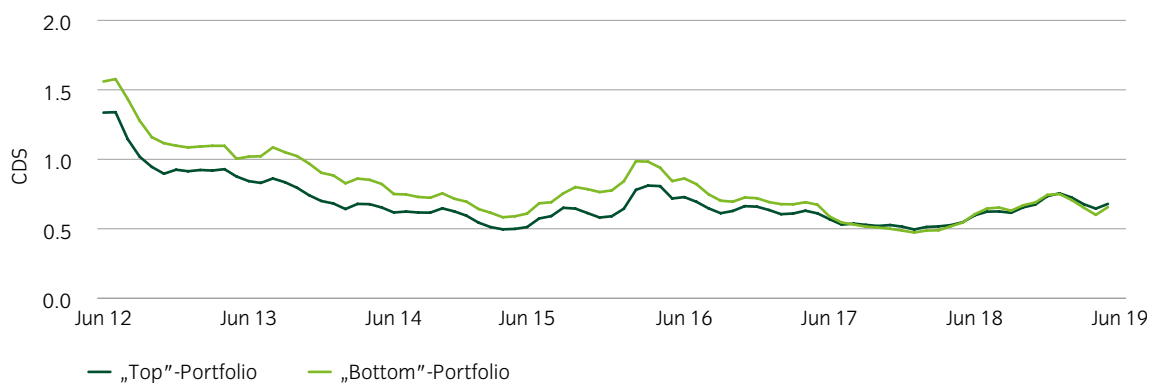
Abbildung 3 – Einfluss von Pensionsrisiken auf die Eigenkapitalkosten⁸



Ein ähnliches Bild zeichnet sich bei den Fremdkapitalkosten ab, näherungsweise geschätzt durch den CDS-Spread der einzelnen Unternehmen. Im Durchschnitt liegt der CDS des „Top“-Portfolios bei knapp 60 Basispunkten, der des „Bottom“-Portfolios bei 70 Basispunkten. Im Durchschnitt weisen damit die Unternehmen mit geringen Pensionsrisiken um 14% niedrigere Fremdkapitalkosten auf. In Euro ausgedrückt bedeutet dies Mehrkosten in Höhe von etwa 1 Mrd. Euro pro Jahr für die betrachteten DAX 30- und MDAX-Unternehmen.

Bei den Kapitalkosten stimmt also der positive Zusammenhang zwischen Kosten und Risiko. Gegen Ende des Berichtszeitraums verringerte sich der Unterschied sowohl bei den Eigen- als auch bei den Fremdkapitalkosten der Unternehmen des „Top“- und des „Bottom“-Portfolios. Diese Konvergenz lässt sich mit der Geldpolitik der EZB erklären, deren (inoffizielles) Ziel es ist, die Wirtschaftstätigkeit durch Senkung der Risikoprämien – des sogenannten „risk-channel of monetary policy“ – anzukurbeln, um schließlich das offizielle Ziel einer Inflationsrate in der Größenordnung von 2% p.a. zu erreichen.

Abbildung 4 – Einfluss von Pensionsrisiken auf die Fremdkapitalkosten⁹



Eine alternative Möglichkeit, die Kapitalkosten zu betrachten, ist der Vergleich der Bewertungsniveaus der „Top“- und „Bottom“-Portfolios anhand der folgenden Kennzahlen:

- Kurs/Buchwert-Verhältnis (KBV)
- Kurs/Cashflow-Verhältnis (KCV)
- Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV)

Alle drei Bewertungsrelationen weisen für das „Top“-Portfolio eine durchschnittlich höhere Bewertung auf als für das „Bottom“-Portfolio. Das KBV liegt für das „Top“-Portfolio um 0,26 Einheiten, das KCV um 1,91 Einheiten und das KGV um 1,04 Einheiten höher auf Grundlage der zuletzt veröffentlichten Gewinne bzw. um etwa 1,5 Einheiten höher auf Basis der für das kommende Geschäftsjahr erwarteten Gewinne. Eine höhere Bewertung geht mit niedrigeren Kapitalkosten einher. Unternehmen mit hohen Pensionsrisiken notieren folglich mit einem Bewertungsabschlag im Vergleich zu Unternehmen mit niedrigen Pensionsrisiken. Das bewusste Steuern von Pensionsrisiken kann somit dazu beitragen, etwaige Bewertungslücken zu schließen und den Unternehmenswert zu steigern.

^{8,9} Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

VALIDIERUNG DER ERGEBNISSE DER „TOP/BOTTOM“-ANALYSE: BETRACHTUNG VON QUINTILPORTFOLIOS UND RISIKOAJUSTIERTEN RENDITEN

Die wichtigsten Erkenntnisse im Überblick:

- Die 20% der Unternehmen mit dem niedrigsten Pensionsrisiko (Q1-Portfolio) erzielen im Vergleich zu den 20% der Unternehmen mit dem höchsten Pensionsrisiko (Q5-Portfolio) eine deutlich höhere risikobereinigte Aktienrendite.
- Während Unternehmen mit dem höchsten Risiko (Q5-Portfolio) immer noch die höchsten Refinanzierungskosten haben, ist die Beziehung zwischen Pensionsrisiken und Refinanzierungskosten bei der Quintil-Analyse weniger stark ausgeprägt.
- Betrachtet man die Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz isoliert, so haben (pensions-) risikoärmere Unternehmen eine bessere Aktienperformance sowie niedrigere Eigen- und Fremdkapitalkosten als Unternehmen mit höheren Pensionsrisiken. Dies sind insofern gute Nachrichten für die CFOs, als die Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz leichter zu beeinflussen sind als die Risiken auf der Passivseite der Pensionsbilanz.
- Betrachtet man ausschließlich die Risiken auf der Passivseite der Pensionsbilanz, ist das Bild weniger eindeutig: Unternehmen mit geringerem Pensionsrisiko weisen jedoch nach wie vor eine bessere Aktienperformance und niedrigere Refinanzierungskosten auf.

Gibt es einen systematischen Zusammenhang zwischen geringeren Pensionsrisiken und einer besseren Aktienkursentwicklung bzw. geringeren Refinanzierungskosten?

Während die Ergebnisse der vereinfachten „Top/Bottom“-Betrachtung zwar eine Beziehung zwischen den Pensionsrisiken und den Kapitalmarktindikatoren vermuten lassen, könnten die Zusammenhänge potenziell auch die Folge von unberücksichtigten Risikofaktoren sein. Um die initialen Vermutungen zu validieren, bedarf es einer detaillierteren Analyse. Dieser Abschnitt konzentriert sich deshalb auf die Kontrolle von weiteren Risikofaktoren unter Anwendung des 5-Faktoren-Modells von Fama und French, das die folgenden bekannten Risikoeinflüsse berücksichtigt: Marktrisiko, Size-Faktor, Value-Faktor, Investment-Faktor und Quality-Faktor.

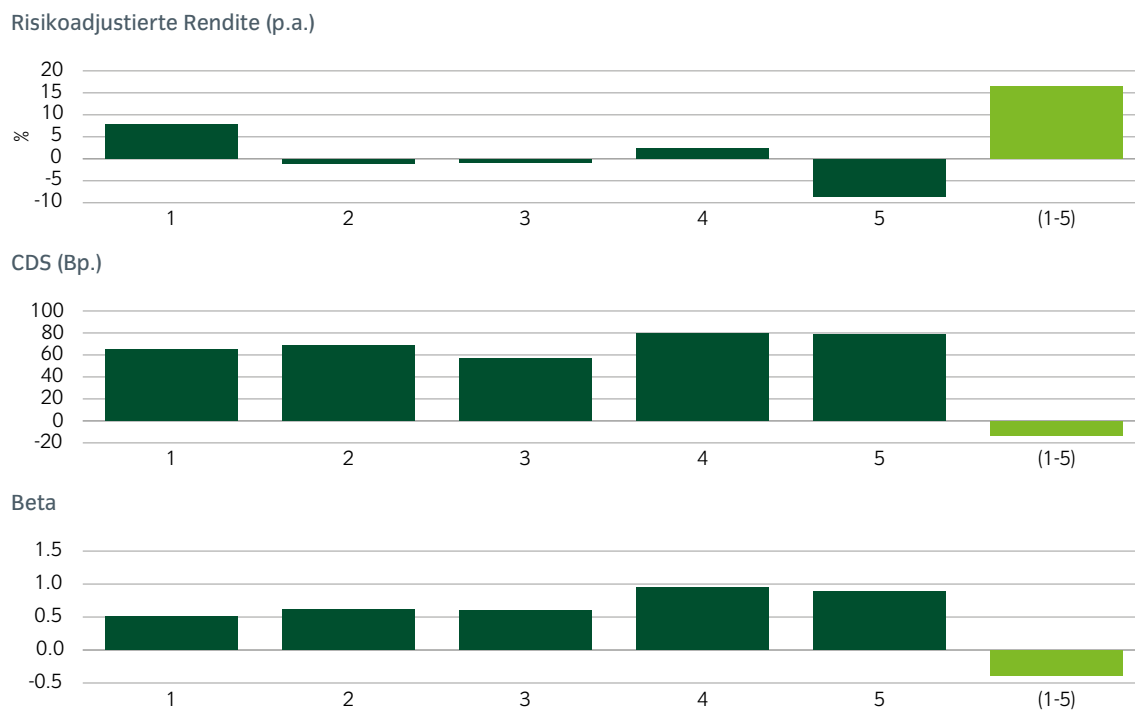
Anschließend werden die 80 Unternehmen des Research-Universums in Quintilportfolio eingeteilt. Die Unterscheidung in Quintilportfolios hat zwei entscheidende Vorteile gegenüber der einfachen „Top/Bottom“-Betrachtung: Erstens, falls ein systematischer Zusammenhang zwischen Pensionsrisiken und den kapitalmarktorientierten Kennzahlen besteht, sollte von Q1 (20% der DAX 30- und MDAX-Unternehmen mit den geringsten Pensionsrisiken) bis Q5 (20% der DAX 30- und MDAX-Unternehmen mit den höchsten Pensionsrisiken) die jeweilige Kennzahl entsprechend zunehmen. Zweitens ist leicht erkennbar, ob es sich um einen linearen oder nicht-linearen Zusammenhang handelt.

Gesamtpensionsrisiko

Abbildung 5 fasst die Ergebnisse aus einer Gesamtrisikobetrachtung, d.h. über alle 15 Risikokennzahlen hinweg, zusammen. Während das Q1-Portfolio eine risikoadjustierte Rendite von fast 8% pro Jahr erzielt, weist das Portfolio mit den Unternehmen mit den höchsten Pensionsrisiken (Q5) eine negative risikoadjustierte Rendite von etwa 8% pro Jahr auf. Portfolios von Unternehmen mit mittleren Pensionsrisiken – Q2, Q3 und Q4 – haben eine durchschnittliche risikobereinigte Rendite um die 0%. Dies kann so interpretiert werden, dass insbesondere unterdurchschnittliche Pensionsrisiken „belohnt“ und überdurchschnittliche Pensionsrisiken in Bezug auf die Aktienperformance von den Kapitalmärkten „bestraft“ werden – mit einer Differenz bei der annualisierten Rendite von etwa 16%. Dies bestätigt die aus der „Top/Bottom“-Analyse gewonnenen Erkenntnisse und widerspricht der Theorie, dass überdurchschnittliche Risiken mit höheren Renditen kompensiert werden sollten.

Die Beziehung zwischen Refinanzierungskosten und Gesamtpensionsrisiko ist in dieser Betrachtung weniger eindeutig. Nach wie vor gilt jedoch, dass Unternehmen mit hohen Pensionsrisiken höhere Eigen- und Fremdkapitalkosten haben.

Abbildung 5 – Gesamtpensionsrisiko und Kapitalmarktindikatoren für Quintilportfolios (Q1 = geringste Pensionsrisiken, Q5 = höchste Pensionsrisiken)¹⁰



Risiken auf der Aktiv- und Passivseite der Pensionsbilanz

Die Unterscheidung zwischen Risiken auf der Aktiv- und Passivseite der Pensionsbilanz ist insofern relevant, als die Pensionsrisiken auf der Aktivseite leichter zu steuern sind als die auf der Passivseite, da letztere im Endeffekt lediglich das (Pensions-) Versprechen widerspiegeln, das die Arbeitgeber den Arbeitnehmern in der Vergangenheit gegeben haben. Ein Eingreifen auf der Passivseite der Pensionsbilanz erfordert i.d.R. rechtlich nicht immer einfach umzusetzende und häufig nur für die Zukunft mögliche Änderungen der Pensionszusagen.

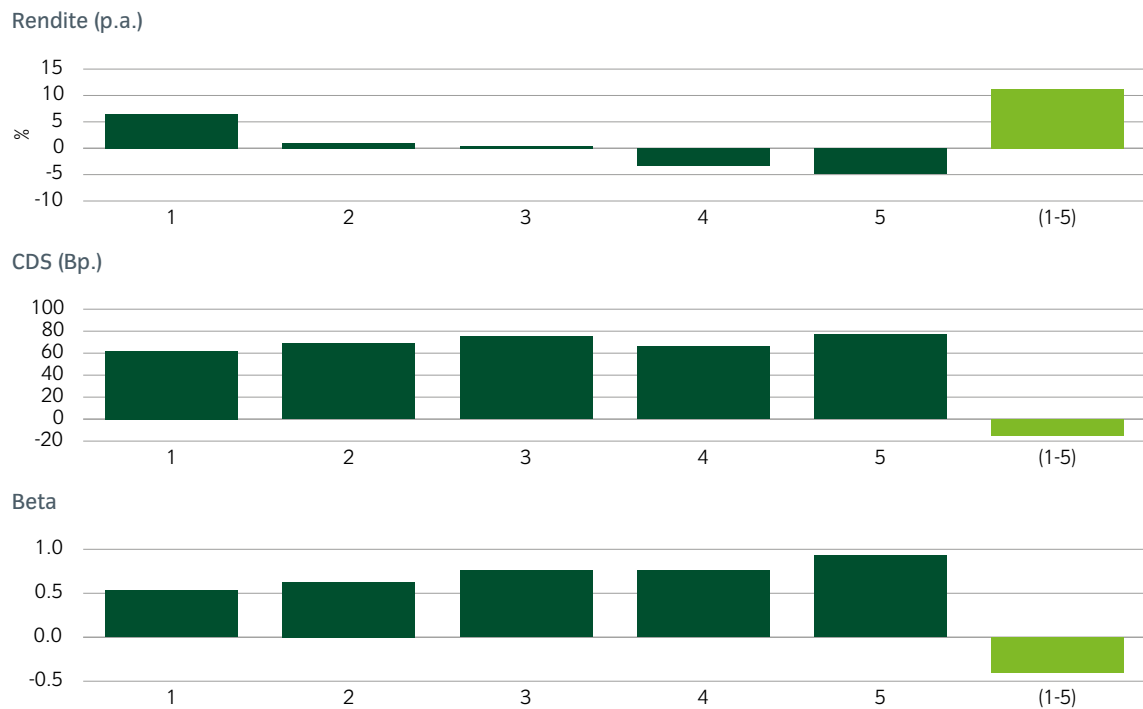
Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz

Ähnliche Muster zeigen sich erneut, wenn die Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz isoliert betrachtet werden (Abbildung 6): Die Unternehmen mit den niedrigsten Pensionsrisiken (Q1-Portfolio) erzielen eine Aktienperformance, die um 12% pro Jahr besser ist als die mit den höchsten Risiken (Q5-Portfolio). Die Eigenkapitalkosten der Unternehmen des Q1-Portfolios sind im Durchschnitt um ca. 30% und ihre Fremdkapitalkosten um ca. 17% niedriger.

Somit ist ein geringeres Pensionsrisiko mit geringeren Refinanzierungskosten auf der einen Seite und einer besseren Aktienperformance auf der anderen Seite verbunden. Da die Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz im Einflussbereich des Unternehmens liegen, kann ein aktives Steuern dieser Pensionsrisiken wertschaffend sein.

¹⁰ Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

Abbildung 6 – Risiken auf der Aktivseite und Kapitalmarktindikatoren für Quintilportfolios
(Q1 = geringste Pensionsrisiken, Q5 = höchste Pensionsrisiken)¹¹



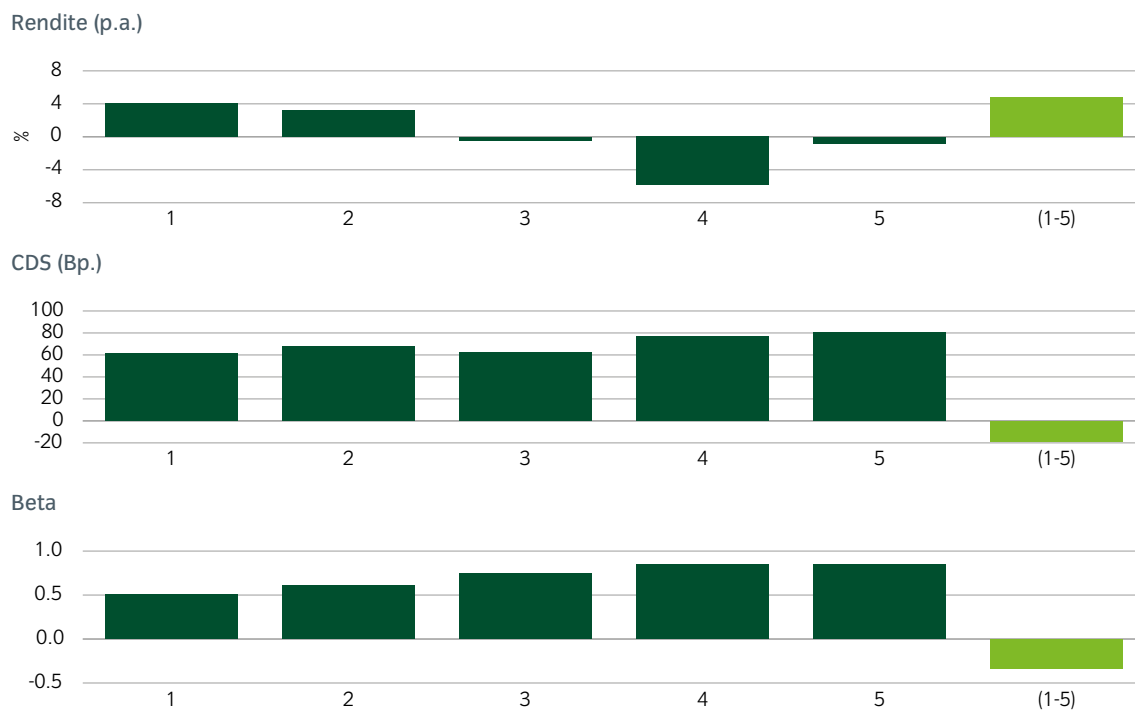
Risiken auf der Passivseite der Pensionsbilanz

Betrachtet man ausschließlich die Risiken auf der Passivseite der Pensionsbilanz, so ist deren Einfluss auf die Aktienkursentwicklung schwächer als bei den Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz. Dies kann so interpretiert werden, dass die Kapitalmärkte die Pensionsrisiken auf der Passivseite effizienter bewerten. Dennoch erzielten die Aktienkurse der Unternehmen mit dem niedrigsten Risiko (Q1-Portfolio) immer noch eine Überrendite von etwa 5% pro Jahr im Vergleich zu den Unternehmen mit den höchsten Pensionsrisiken (Q5-Portfolio). Die Unterschiede bei den Refinanzierungskosten gleichen in etwa denen bei der isolierten Betrachtung der Aktivseite: Die Eigenkapitalkosten der Unternehmen des Q1-Portfolios sind im Durchschnitt um ca. 30% und ihre Fremdkapitalkosten um ca. 19% niedriger.

Für den CFO eines Unternehmens bedeutet dies, dass Managemententscheidungen, die sich auf die Passivseite der Pensionsbilanz auswirken, weniger Einfluss auf die Kapitalmarktindikatoren haben. Dieses Ergebnis erscheint plausibel, da Pensionsverpflichtungen auf Versprechungen in der Vergangenheit zurückzuführen sind, die nicht leicht geändert werden können, während Entscheidungen auf der Aktivseite der Pensionsbilanz eher in die Zukunft gerichtet sind, wie etwa die Dotierungspolitik sowie die Kapitalanlage- und Risikomanagementstrategie.

¹¹ Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

Abbildung 7 – Risiken auf der Passivseite und Kapitalmarktindikatoren für Quintilportfolios (Q1 = geringste Pensionsrisiken, Q5 = höchste Pensionsrisiken)¹²



Individuelle Pensionsrisikokennzahlen

Die nachstehende Tabelle 2 fasst die 15 individuellen Risikokennzahlen als Differenz zwischen dem Portfolio mit dem niedrigsten Risiko (Q1) und dem mit dem höchsten Risiko (Q5) zusammen.

Auffällig ist, dass die risikoadjustierte Rendite der Unternehmen aus Q1 gegenüber denen aus Q5 für alle 15 betrachteten Kennziffern positiv ausfällt: Ein geringeres Pensionsrisiko wird an der Börse mit überproportionalen Kurszuwächsen belohnt. Dabei scheint das Pensionsdefizit eine besondere Rolle zu spielen, da hier die größten Renditeunterschiede zu verzeichnen sind. Der Zusammenhang zwischen Fremdkapitalkosten und Pensionsrisiken ist tendenziell wie erwartet: Ein höheres Pensionsrisiko geht mit höheren Fremdkapitalkosten einher, obwohl es bei einigen Kennzahlen Ausnahmen gibt. Für den Zusammenhang zwischen Eigenkapitalkosten und Pensionsrisiken zeigen die Ergebnisse für die 15 Kennzahlen dagegen ein fast einheitliches Bild: Höhere Pensionsrisiken sind mit höheren Eigenkapitalkosten verbunden. Wie bei den Fremdkapitalkosten sind auch hier die Ergebnisse wie folgt zu interpretieren: Je negativer die Zahl, desto größer die Kapitalkosteneinsparungen.

¹² Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

Tabelle 2 – Individuelle Pensionsrisikokennzahlen¹³

| Risikokennzahl | Rendite | CDS | CAPM-Beta |
|--|---------|--------|-----------|
| Versicherungsmathematische Annahmen | | | |
| Rechnungszins | 8,16% | -11,06 | -0,21 |
| Inflationserwartungen | 4,28% | 8,19 | -0,08 |
| Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz | | | |
| Pensionsdefizit/Marktkapitalisierung | 11,71% | 20,68 | 0,08 |
| Pensionsdefizit/Eigenkapital | 12,15% | 2,11 | -0,14 |
| Pensionsdefizit/langfristige Verbindlichkeiten | 7,38% | -20,88 | -0,27 |
| Ausgezahlte Renten/Dividendenzahlungen | 6,30% | -11,76 | -0,15 |
| Dotierungen/Eigenkapital | 4,16% | -13,02 | -0,36 |
| Risiken auf der Passivseite der Pensionsbilanz | | | |
| Ausfinanzierungsgrad | 5,25% | -2,26 | -0,30 |
| Pensionsverpflichtungen/Marktkapitalisierung | 6,15% | -29,00 | -0,39 |
| Pensionsverpflichtungen/Eigenkapital | 5,33% | -13,75 | -0,32 |
| Pensionsverpflichtungen/langfristige Verbindlichkeiten | 3,22% | 12,99 | -0,15 |
| Pensionsaufwand/Eigenkapital | 6,51% | -13,04 | -0,29 |
| Wachstum der Pensionsansprüche | 3,86% | -11,37 | -0,28 |
| Deckungsgrad der Pensionsansprüche | 8,08% | -18,87 | -0,47 |
| Wachstum der relativen Pensionsverpflichtungen | 4,27% | 13,90 | -0,15 |

STAKEHOLDER-PERSPEKTIVE

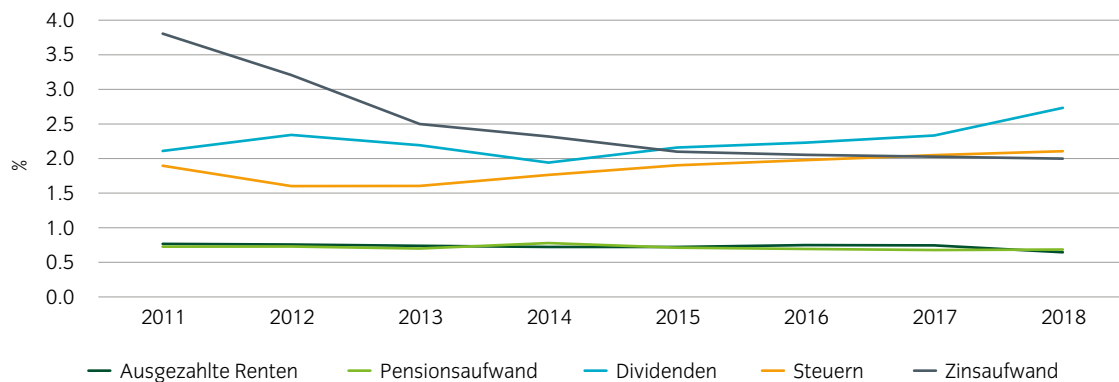
Pensionsrisiken werden oftmals aus einer reinen Barwert-Perspektive betrachtet. Dazu wird beispielsweise dem Gegenwartswert der künftigen Verpflichtungen der Fair Value des Planvermögens gegenübergestellt. Eine alternative Betrachtungsweise besteht darin, Pensionsrisiken aus einer Cashflow-Perspektive zu beurteilen, beispielsweise durch das Einnehmen einer Stakeholder-Perspektive. Es gibt mehrere Anspruchsberechtigte, die am Erfolg eines Unternehmens beteiligt sind – darunter Aktionäre (durch Dividendeneinnahmen), der Staat (durch Steuereinnahmen) und Kreditgeber (durch Zinseinnahmen). Die Arbeitnehmer sind, unter anderem durch ihre Pensionsansprüche, ein weiterer Stakeholder. Um die Ansprüche der verschiedenen Interessengruppen vergleichbar zu machen, müssen sie normiert werden, z.B. durch Messung ihres Anteils am Umsatz.

Abbildung 8 zeigt die an die Pensionäre ausgezahlten Renten, die erworbenen Pensionsansprüche der aktiven Arbeitnehmer, die Dividenden und Steuerzahlungen sowie den Zinsaufwand, allesamt ausgedrückt als Prozentsatz des Unternehmensumsatzes. Im betrachteten Zeitraum war der Anteil der betrieblichen Altersvorsorge – Rentenzahlungen und erdiente Ansprüche – mit jeweils um die 0,7% des Umsatzes relativ stabil. Die anderen Anspruchsberechtigten – Aktionäre, Staat, Fremdkapitalgeber – hatten dagegen jeweils einen vielfachen Anteil am Unternehmensumsatz, wobei sich über die Jahre hinweg das Verhältnis zueinander verschoben hat. Lag der Anteil der Fremdkapitalgeber mit über 3,5% zu Beginn der 2010er Jahre noch deutlich über dem der Aktionäre und des Staates, so ist dieser Anteil seither am deutlichsten gesunken. Der Grund hierfür ist naheliegend: Die Zinssätze für Unternehmenskredite haben sich mit dem von der Unternehmensbonität unabhängigen allgemeinen Zinstrend deutlich nach unten entwickelt. Dieser Trend ist vor allem den Aktionären zugute gekommen: Waren sie in Form von Dividenden 2011 nur mit etwas mehr als 2% am Umsatz beteiligt, betrug ihr Anteil im Bilanzjahr 2018 rund 2,7%. Einen steigenden Anteil am Unternehmenserfolg weist auch der Staat auf: Er konnte seine Partizipation am Umsatz von unter 2% auf über 2% steigern.

¹³ Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

Während diese Stakeholder-Perspektive darauf hindeutet, dass Pensionen erstens einen relativ niedrigen und zweitens einen relativ stabilen Anteil am Gesamtumsatz ausmachen, wird es interessant sein zu beobachten, wie sich Cashflow-basierte Kennzahlen in Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs, wenn den Unternehmen Umsätze wegbrechen, entwickeln werden.

Abbildung 8 – Cashflows an Stakeholder¹⁴



PENSIONSRISEN AUS EINER BRANCHENPERSPEKTIVE

Die wichtigsten Erkenntnisse im Überblick:

- Aus einer Gesamtrisikoperspektive bilden Versorger die Branche mit dem höchsten Pensionsrisiko.
- Betrachtet man ausschließlich die Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz, so haben Unternehmen der Branchen „Technologie“ und „Verbraucherservice“ die geringsten, Versorger und Finanzdienstleister dagegen die höchsten Pensionsrisiken.
- Auf der Passivseite der Pensionsbilanz haben Telekommunikations- und Finanzdienstleistungsunternehmen die geringsten und Versorger, Industrie- und Rohstoffunternehmen die höchsten Pensionsrisiken.

Methodisch analog zur Analyse der Unternehmen des DAX 30 und des MDAX in ihrer Gesamtheit analysiert der Pension Monitor abschließend die Pensionsrisiken aus einer Branchenperspektive. Die nachstehenden Abbildungen 9, 10 und 11 zeigen die Pensionsrisiken insgesamt sowie unterteilt nach Aktiv- und Passivseite der Pensionsbilanz für jede der neun Kernbranchen (ICB-Klassifikation).

Gesamtpensionsrisiko

In der Gesamtbetrachtung aller Pensionsrisikokennzahlen bilden die Versorger die risikoreichste Branche. Gekennzeichnet ist sie insbesondere durch hohe Pensionsverpflichtungen und -defizite. Hinzu kommt in der jüngeren Vergangenheit ein Rückgang der Ertragskraft aufgrund politischer Entscheidungen, den Energiemix in Deutschland nachhaltiger zu gestalten.

Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz

Betrachtet man die Pensionsrisiken auf der Aktivseite isoliert, so weisen die Branchen „Technologie“ und „Verbraucherservice“ die geringsten Pensionsrisiken auf, Versorger und Finanzdienstleister dagegen die höchsten. Es ist bemerkenswert, dass sich die relativen Risiken der Branchen zueinander über die Jahre hinweg als vergleichsweise stabil erwiesen haben. Da die Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz zum Teil auf strategischen Entscheidungen wie zum Beispiel Zuführungen zum Planvermögen sowie Kapitalanlage- und Risikomanagemententscheidungen beruhen, kann der Schluss gezogen werden, dass die Unternehmenspolitik in Bezug auf Pensionsthemen relativ wenigen Änderungen unterliegt, sie allerdings zwischen den Branchen und Unternehmen im Querschnitt durchaus heterogen ist.

¹⁴ Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

Risiken auf der Passivseite der Pensionsbilanz

Betrachtet man ausschließlich die Pensionsrisiken auf der Passivseite, so zeigt sich ein ähnliches Muster der Stabilität der relativen Pensionsrisiken über die Zeit. Die Telekommunikations- und Finanzsektoren haben aus diesem Blickwinkel die geringsten Pensionsrisiken, während Versorger, Industrieunternehmen und Grundstoffe sich als risikoreichste Branchen darstellen.

Auffällig sind die Unternehmen der Finanzbranche, die auf der Aktivseite hohe, auf der Passivseite dagegen niedrige Pensionsrisiken aufweisen. Bei Gesamtbetrachtung aller 15 Risikokennzahlen gehört sie zu den Branchen mit eher unterdurchschnittlichen Pensionsrisiken.

Abbildung 9 – Gesamtpensionsrisiko¹⁵

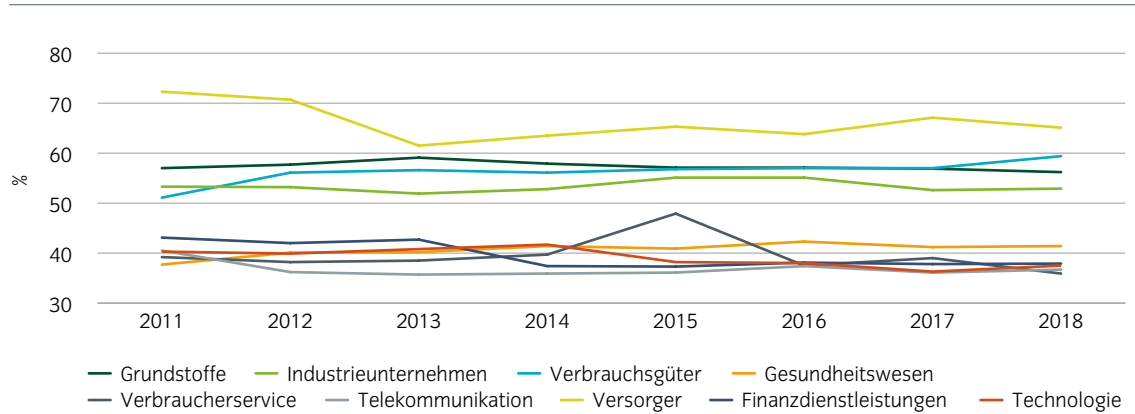


Abbildung 10 – Pensionsrisiken auf der Aktivseite¹⁶

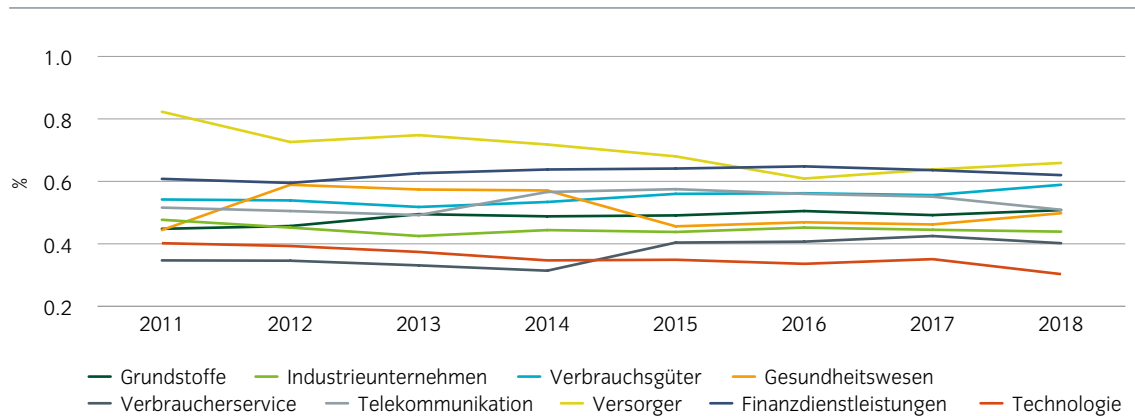
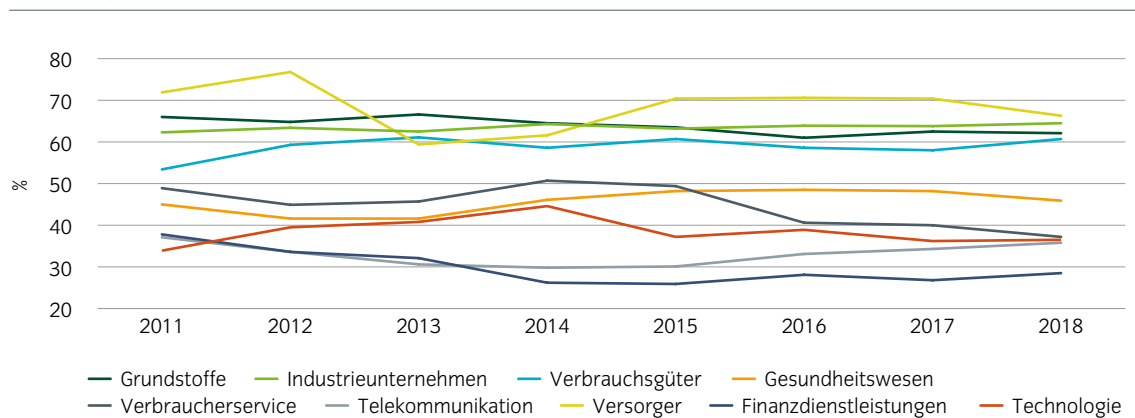


Abbildung 11 – Pensionsrisiken auf der Passivseite¹⁷



^{15,16,17} Quelle: Frankfurt School of Finance & Management.

FAZIT

Der Pension Monitor hat in einer umfassenden Studie die aus den Pensionszusagen resultierenden Risiken in den Bilanzen der 80 größten deutschen kapitalmarktorientierten Unternehmen seit 2011 untersucht. Er hat eine Lücke in der Fachliteratur zur Risikoanalyse der betrieblichen Altersversorgung geschlossen, indem ein Zusammenhang zwischen Pensionsrisiken und Kapitalmarktindikatoren wie Aktienkursentwicklung, Refinanzierungskosten und Unternehmensbewertung hergestellt wird. Die Ergebnisse waren eindeutig: Höhere Pensionsrisiken haben zu einer schlechteren Aktienkursentwicklung, höheren Fremd- und Eigenkapitalkosten sowie Abschlägen in der Unternehmensbewertung geführt.

Der Pension Monitor hat zudem aufgezeigt, dass das Pensionsrisiko viele Facetten hat und dass der Kapitalmarkt den verschiedenen Pensionsrisikokennzahlen ein unterschiedlich starkes Gewicht beimisst. Dabei scheint er die Risiken auf der Passivseite der Pensionsbilanz effizienter zu bewerten als jene auf der Aktivseite. Da die Risiken auf der Aktivseite der Pensionsbilanz durch die Strategie in Bezug auf Pensionsthemen unmittelbar beeinflusst werden können, bieten sich der Unternehmensführung hier konkrete Ansatzpunkte, um etwaige Bewertungsabschläge abzubauen, den Shareholder-Value zu erhöhen und Refinanzierungskosten zu optimieren.

Eine Untersuchung der Pensionsrisiken differenziert nach den neun Kernbranchen zeigte, dass es sowohl Sektoren mit strukturell hohen als auch mit strukturell niedrigen Pensionsrisiken gibt (auch wenn die Ergebnisse je nach Blickwinkel – Gesamtpensionsrisiko, Pensionsrisiko auf der Aktiv- bzw. Passivseite – variieren). Betrachtet man aber über die Jahre hinweg die relativen Risiken der Branchen zueinander, so erweisen diese sich als recht stabil. Dies kann so interpretiert werden, dass die Unternehmen in Bezug auf ihre Pensionsthemen tendenziell langfristige Strategien verfolgen.

Mit der Stakeholder-Perspektive bietet der Pension Monitor eine Alternative zu einer barwertigen Betrachtung von Pensionsrisiken an. Aus dieser Cashflow-orientierten Perspektive erscheinen Pensionsrisiken zunächst einmal vergleichsweise gering und stabil. Es wird jedoch interessant sein zu beobachten, wie sich Cashflow-orientierte Kennzahlen in Phasen eines wirtschaftlichen Abschwungs entwickeln werden.

WICHTIGE INFORMATIONEN

RISIKOHINWEISE

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die Entwicklung zukünftiger Ergebnisse zu. Die Investition in eine Strategie birgt ein Verlustrisiko, das teilweise auf Wechselkursschwankungen zurückzuführen ist.

Autor der Studie: Prof. Dr. Olaf Stotz, Professor für Asset Management und Pension Economics an der Frankfurt School of Finance & Management

Mit freundlicher Unterstützung von Insight Investment. Ansprechpartner: Wolfgang Murmann, Head of Solutions, Germany

Kontakt Daten: wolfgang.murmann@insightinvestment.com, +49 69 12014 2656

KONTAKT

European Business Development

europe@insightinvestment.com

+49 69 12014 2650

Consultant Relationship Management

consultantrelations@insightinvestment.com

+44 20 7321 1023



@InsightInvestIM



company/insight-investment



www.insightinvestment.com

Dies ist ein Werbedokument und der Inhalt ist nicht als Anlageempfehlung zu verstehen. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen die geäußerten Ansichten und Meinungen denen von Insight Investment zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ändern. Dieses Dokument ist daher nicht als Angebot oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots an jemanden in einem Rechtsgebiet zu verstehen, in dem ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht zulässig ist, oder an eine Person, der es gesetzlich untersagt ist, ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung zu machen. Telefongespräche können in Übereinstimmung mit den geltenden Gesetzen aufgezeichnet werden. Herausgegeben von Insight Investment Management (Global) Limited. Eingetragener Firmensitz: 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Eingetragen in England und Wales. Eingetragen unter der Nummer 00827982. Autorisiert und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority. FCA Firmenreferenznummer: 119308.

© 2020 Insight Investment. Alle Rechte vorbehalten.

