

## Betriebsrenten als Waffe gegen feindliche Investoren

DIETER FOCKENBROCK

HANDELSBLATT, 26.9.2005

DÜSSELDORF. Die börsennotierten Konzerne schieben Pensionsverpflichtungen in einem Gesamtvolumen von 110 Mrd. Euro vor sich her. Allein die Schwergewichte des Dax haben 92 Mrd. Euro als Vorsorge für Betriebsrenten ihrer Mitarbeiter zurückgestellt. Bei den kleineren M-Dax-Firmen sind es immerhin 15 Mrd. Euro. Spitzenwerte erreichen Daimler-Chrysler mit 13,9 Mrd., RWE mit 11,9 Mrd. oder Volkswagen mit 10,9 Mrd. Euro. Beim Stromkonzern RWE oder bei der Lufthansa (4,1 Mrd. Euro) übersteigen die Pensionsrückstellungen sogar das Eigenkapital.

Angelsächsische Ratingagenturen drängen deutsche Firmen auf Ausgliederung der Verpflichtungen in externe Pensionsfonds. Viele Finanzvorstände beharren aber auf Rückstellungen, weil sie damit ihren Finanzierungsspielraum erhöhen. Denn so lange die Renten nicht ausgezahlt werden müssen, können die Mittel für Investitionen eingesetzt werden.

"Das deutsche Modell", sagt Bilanzexperte Karlheinz Küting, "ist dem US-System in diesem Punkt sogar überlegen." Den Aufschwung der deutschen Wirtschaft nach dem Zweiten Weltkrieg "hätte es ohne die Pensionsrückstellungen als Mittel der Selbstfinanzierung nicht gegeben". Die Unternehmen halten Liquidität im Unternehmen und müssen weniger Kredite aufnehmen.

In den USA oder Großbritannien werden praktisch nur Pensionsfonds zur Altersvorsorge gebildet. Die Bilanzen sind daher nur bedingt mit denen deutscher Firmen vergleichbar. Das IWP hat deshalb pro forma ausgerechnet, welche Wirkung eine bilanzielle Ausgliederung der Pensionsrückstellungen auf die relative Eigenkapitalausstattung hätte. Von dieser Umschichtung profitierten vor allem kleinere Firmen wie Deutz, Villeroy & Boch oder Loewe. Aber auch bei Lufthansa oder Thyssen-Krupp wäre die Wirkung gravierend. Hohe Eigenkapitalquoten verbessern auch die Kreditwürdigkeit der Unternehmen.

Ein weiterer Vergleich des IWP mit den zur Verfügung stehenden liquiden Mitteln zeigt allerdings, dass nur neun der großen Dax-Konzerne in der Lage wären, ihre Rentenverpflichtungen vollständig mit Cash abzulösen. Parallel zur Ausgliederung müssen Vermögenswerte oder eben Liquidität an den Fonds übertragen werden.

Hohe Pensionsrückstellungen sind im übrigen ein Kennzeichen traditionsreicher Unternehmen. Deshalb erscheinen auch fast alle Dax-Schwergewichte in der Top-Liga. New-Economy-Firmen dagegen haben Betriebsrenten meist gar nicht erst eingeführt.

Immer mehr Konzerne gehen dazu über, Pensionsfonds zu gründen. Eon bereitet die Transaktion mit einem Volumen von 5,4 Mrd. Euro gerade vor. Hochtief hat seine Verpflichtungen bereits teilweise ausgegliedert, MAN hat es angekündigt. Thyssen-Krupp mit 7,2 Mrd. Euro Rückstellungen für Betriebsrenten wehrt sich dagegen gegen den Druck der Ratingfirmen. Argument: Die Verzinsung des Pensions-Kapitals sei im Unternehmen besser als in einem Fonds.

Dicke Pensionslasten in der Bilanz, darin sehen Ratingagenturen ein Risiko für die Firmen und stufen die Bewertung herunter. Nach Meinung Kütings geschieht dies zu Unrecht. Allerdings müssten sich die Vorstände darüber im klaren sein, warnt Küting, dass diese Rückstellungen "nichts anderes als Schulden sind". Die Unternehmen "verwalten nur das Geld ihrer Rentner".

Eon schwimmt mit 12 Mrd. Euro so sehr in Liquidität, dass der Energiekonzern jetzt einen Pensionsfonds bilden will. Dabei gehen nicht nur 5,4 Mrd. Euro an Rückstellungen aus der Bilanz, auch die Kasse reduziert sich um diesen Betrag.

Diesen Effekt will auch der Stahlhersteller Salzgitter zur Abwehr einer feindlichen Übernahme nutzen. In der Schublade liegt ein Plan zur Auslagerung der Pensionsverpflichtungen über 1,6 Mrd. Euro.

Gleichzeitig würde damit die üppige Liquidität Salzgitters schrumpfen, die einer der Gründe für die Angst vor einem Angriff ist. Ende 2004 beliefen sich die Zahlungsmittel auf rund 250 Mill. Euro, jetzt sind es nach Firmenangaben schon 800 Mill. Euro. Damit könnte der Käufer einen Teil des Kaufpreises refinanzieren, was das Geschäft sehr reizvoll macht.

Doch selbst nach Gründung eines externen Fonds fallen Pensionsrückstellungen nicht auf Null. Siemens hatte bereits vor Jahren seine Rentenlasten ausgegliedert. 17,7 Mrd. Euro standen zuletzt in dem externen Pensionsfonds. Trotzdem gibt es Pensionsrückstellungen über 4,3 Mrd. Euro in der Siemens-Bilanz. Grund dafür ist die Deckungslücke zwischen dem aktuellen Wert der Fondseinlage und den erwarteten künftigen Rentenansprüchen.

Ohnehin steigen die Pensionslasten vieler Konzerne derzeit kräftig. Durch die Umstellung auf den internationalen Bilanzierungs-Standard IFRS gelten andere Berechnungsverfahren als beim deutschen Handelsgesetzbuch (HGB). Ergebnis: "Zwischen 20 und 30 Prozent mussten die meisten Gesellschaften beim Aufbau ihrer Pensionsrückstellungen drauflegen", sagt Küting. 15 der 132 analysierten Unternehmen bilanzieren noch nach HGB. "Bei denen könnte ein Großteil der Pflichten für die Zukunft noch gar nicht drinstecken", warnt der IWP-Chef.

26.09.2005