

**HANDELSBLATT FIRMENCHECK:** Deutschlands Konzerne nutzen immer häufiger Pensionsfonds zur Absicherung ihrer Mitarbeiter

# Schwer lastet die Vorsorge

DIETER FOCKENBROCK  
MARKUS HENNES  
ULF SOMMER | DÜSSELDORF

**DÜSSELDORF.** Deutsche Konzerne mussten in den vergangenen Jahren ihre Pensionsrückstellungen besonders stark aufstocken. Hauptgrund dafür ist die Umstellung von deutschen HGB-Bilanzierungsstandards auf eine internationale Rechnungslegung nach IFRS, erläutert Karlheinz Küting, Direktor des Instituts für Wirtschaftsprüfung (IWP) an der Uni Saarbrücken. Dabei müsse die Vorsorge häufig um bis zu 20 Prozent erhöht werden. Insgesamt erreicht das Volumen bei den führenden Konzernen laut Handelsblatt-Firmencheck 117 Mrd. Euro.

„Der Endpunkt und damit die Höhe der Auszahlung ist in beiden Systemen gleich“, erläutert Küting, „aber der Weg ist unterschiedlich.“ So müssen beim IFRS künftige Entwicklungen schon heute in den Bilanzen abgebildet werden. Und das bedeutet in der Regel höhere Rückstellungen. Davon sind vor allem deutsche Unternehmen betroffen.

## Starke Quoten

	Anteil der Pensionsrückstellungen an der Bilanzsumme
Salzgitter	31,9 %
Deutz	29,2 %
Villeroy & Boch	24,5 %
ThyssenKrupp	22,3 %
Deutsche Lufthansa	20,9 %
Bayer	19,5 %
Klöckner-Werke	18,1 %
Loewe	17,3 %
Merck	16,9 %
BayWa	16,5 %
Heidelberger Druck	16,4 %
Rheinmetall	15,0 %
MTU Aero Engines	14,8 %
Elexis	13,7 %
H&R Wasag	13,6 %
SGL Carbon	13,4 %
GEA	12,8 %
Drägerwerk	12,5 %
Continental	12,3 %
Wacker Chemie	12,2 %
Epcos	12,0 %
Erling Klinger	11,5 %
KWS Saat	11,5 %
Lanxess	11,4 %
IWKA	11,4 %
RWE	11,1 %
Wincor Nixdorf	11,1 %
Grammer	10,8 %
Volkswagen	10,5 %
Beiersdorf	10,4 %
Karstadt-Quelle	10,0 %

Quelle: IWP

Nach einer Studie der Unternehmensberatung Mercer entspricht der Gesamtwert der Pensionsverpflichtungen der 30 Unternehmen im Deutschen Aktienindex (Dax) inzwischen 31 Prozent ihres Börsenwerts. Das ist dreimal so viel wie in Frankreich und ein Fünftel mehr als in Großbritannien oder den Niederlanden. „Die Pensionsverpflichtungen zehren also mit einem höheren Hebel am Marktwert der Unternehmen“, sagt Raimund Rhiel von Mercer. Dabei liegt die Bandbreite in Deutschland zwischen weniger als einem Prozent der Marktkapitalisierung (SAP) und über 100 Prozent (Lufthansa).

Doch nicht nur die höheren Verpflichtungen bedeuten stärkere Risiken in Deutschland. Hier zu Lande sind nur 61 Prozent der Pensionsverpflichtungen durch ausgelagerte Vermögenswerte, das heißt in Pensionskassen, Pensionsfonds oder Treuhandvereinbarungen, gedeckt. Der Rest erscheint zum größten Teil als Pensionsrückstellung in der Bilanz. Hingegen sind Pensionspläne der niederländischen und britischen Unternehmen mit 92 bzw. 89 Prozent durch Vermögenswerte wie Fonds oder Pensionskassen gedeckt.

In Deutschland ist die Deckung von Pensionsverpflichtungen zwar nicht vorgeschrieben. Doch immer mehr Firmen nehmen ihre Verpflichtungen aus der Bilanz heraus und legen eine Treuhandkonstruktion auf.

Allein im Deutschen Aktienindex (Dax) lagerten in den letzten sieben Jahren knapp zwei Drittel der Konzerne ihre Altersvorsorge für die Mitarbeiter in Contractual Trust Arrangements (CTA) aus. Diese verwalten nach angelsächsischem Muster die Rückdeckungsmittel für die Renten der Mitarbeiter. Für sie wiederum ändert sich nichts: Sie behalten ihre Ansprüche aus den Leistungszusagen ihrer Arbeitgeber. Zuletzt kündigte RWE an, im nächsten Jahr Pensionsverpflichtungen in Höhe von rund acht Mrd. Euro auszulagern.

Die Unternehmen können damit Forderungen des Kapitalmarkts entgegen. Die Ratingagenturen behandeln seit 2003 Pensionsverpflichtungen wie langfristige Verbindlichkeiten. Spektakuläres Beispiel ist Thyssen-Krupp. Die Ratingagentur Standard & Poors senkte damals ihre Bonitätsbewertung für den Stahlhersteller wegen hoher Pensionslasten (2005: acht Mrd. Euro Rückstellung) auf Ramschniveau. Daraufhin verteuerten sich für Thyssen die Kreditzinsen bis auf zehn Prozent.

Kämen die Unternehmen den Forderungen der Finanzmärkte nach, so wären beispielsweise Salzgitter, Deutz, Villeroy & Boch, Thyssen-Krupp und Lufthansa in der Lage, ihre Bilanz um mehr als 20 Prozent zu kürzen und ihre Eigenkapitalsituat-



Foto: vario-press/Michael Latz

tion rein rechnerisch entsprechend besser aussehen zu lassen – unter der Bedingung, dass sie entsprechende liquide Mittel hätten.

Doch nicht alle Unternehmen folgend dem Drängen der Finanzakteure. Thyssen-Krupps scheidender Finanzchef Stefan Kirsten hält die Auslagerung von Pensionsverbindlichkeiten in Fonds für „wirtschaftlich unsinnig“.

Denn in den vergangenen beiden Geschäftsjahren erwirtschaftete der Stahlkonzern mit 12 und 15 Prozent eine deutlich höhere Rendite auf das eingesetzte Kapital als ein externer Fonds. Deshalb werde Thyssen seine Liquidität, die 2005 binnen eines Jahres um 3,3 auf 4,6 Mrd. Euro stieg, „nicht zur Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen verwenden“, sagte ein Konzernsprecher.

Pensionsverpflichtungen sind im Unterschied zu einer Finanzverbindlichkeit nicht an einem bestimmten Tag fällig, sondern verteilen sich über einen Zeitraum von vielen Jahren. Daher besteht somit auch kein Refinanzierungsrisiko. Nach Ansicht von Thyssen-Krupp eignet sich die Ausfinanzierung von Pensionen in erster Linie für Unternehmen mit „überflüssigen“ liquiden Mitteln und

mangelnden Investitionsmöglichkeiten für Wachstum in Kerngeschäften.

Der niedersächsische Stahl- und Röhrenkonzern Salzgitter beispielsweise könnte mit einem (aktuellen) Kassenbestand von 2,4 Mrd. Euro gar auf einen Schlag seine Pensionsverpflichtungen von 1,7 Mrd. Euro (Ende 2005) ausfinanzieren und in einen ex-

ternen Fonds auslagern. Doch ebenso wie Thyssen plant auch Salzgitter das Geld wie bisher für das „weitere Wachstum des Konzerns“ einzusetzen, sagte ein Unternehmenssprecher. Allerdings wäre eine Auslagerung der Pensionsverpflichtungen „schnell realisierbar“. Damit könnte Salzgitter seine Vorsorge für

## SERIE FIRMENCHECK



Der Handelsblatt Firmencheck analysiert unter der Regie von Prof. Karlheinz Küting, Direktor des Instituts für Wirtschaftsprüfung (IWP) an der Uni Saarbrücken, die wichtigsten Konzernabschlussdaten von 130 in Deutschland börsennotierten Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen aus. Untersucht wer-

den die Geschäftsberichte für 2005 bzw. 2004/2005 von 24 Dax-, 38 MDax-, 39 SDax- und 29 TecDax-Werten. Mangels Vergleichbarkeit der Konzernabschlüsse werden Banken, Versicherungen, Finanzdienstleister sowie die Beteiligungsfirmen BB Biotech und Deutsche Beteiligungs AG nicht ausgewertet. Der Firmencheck entsteht in Kooperation mit dem IWP und der Unternehmensberatung Mercer Vorsorge. Diesmal wird die Vorsorge der Konzerne für ihre Pensionsverpflichtungen unter die Lupe genommen.

Dieser Firmencheck und weitere Folgen im Netz: [www.handelsblatt.com/firmencheck](http://www.handelsblatt.com/firmencheck)

ehemalige Mitarbeiter als Schutzschild gegen einen feindlichen Übernahmeversuch einsetzen: Ein Angreifer kann nach der Auslagerung wegen des gleichzeitigen Liquiditätsabflusses nicht mehr die Kassen plündern, um die Übernahme des Unternehmens zu refinanzieren.

Der Streit um die Frage, ob die Auslagerung der Pensionslasten in Fonds vorteilhafter ist als die klassische Buchung als Rückstellung, betrachtet Küting als überflüssig. Die 117 Mrd. Euro Rückstellungen in den Bilanzen sind für ihn eine „solide Innenfinanzierung“ für unternehmerische Investitionen. Pensionsrückstellungen können nach seiner Ansicht nicht anderen Verbindlichkeiten gleichgestellt werden, wie es die Ratingagenturen fordern. Schließlich stünden die Mittel 20 bis 30 Jahre konzentriert zur Verfügung bevor sie benötigt würden, sagt Küting.

Das Risiko liegt natürlich darin, dass die eigentlich für die Altersvorsorge gebundenen Mittel falsch investiert werden könnten – und am Ende verloren sind. Deshalb fordern besonders die angelsächsischen Investoren eine Ausgliederung in Fonds, um die Mittel dauerhaft dem Zugriff der Unternehmen zu entziehen. Nur: De-

## Milliarden für die Vorsorge

	Liquide Mittel(*)	Rückstellung
Daimler-Chrysler	7 711	15 482
Volkswagen	7 963	14 003
RWE	1 431	11 997
Eon	1 511	8 720
Thyssen-Krupp	4 625	8 072
Bayer	3 523	7 174
Deutsche Post	2 084	5 780
BMW	1 621	5 255
Siemens	8 121	4 917
Deutsche Telekom	4 975	4 596
Deutsche Lufthansa	1 173	4 022
EADS	9 546	4 006
Salzgitter	885	1 725
BASF	1 091	1 547
Continental	1 274	1 298
Tui	599	1 294
Merck	1 322	1 230
MAN	1 019	1 185
Linde	906	1 122
Henkel	1 212	1 061
Metro	1 767	995
Karstadt-Quelle	707	910
Heidelberg Cement	300	796
GEA	465	614
Schering	776	595
Heidelb. Druckmasch.	131	595
Rheinmetall	408	514
Lanxess	136	497
Infineon	1 148	436
Baywa	17	428
Südzucker	111	393
MTU Aero Engines	16	378
Altana	469	358
Wacker Chemie	35	352
Deutz	48	310
Fresenius	252	305
Beiersdorf	483	303
Dyckerhoff	206	262
Drägerwerk	183	192
Villeroy & Boch	58	189
SAP	3 214	184
IWKA	118	177
K+S	74	172
Epcos	193	166
Jungheinrich	233	165
SGL Carbon	93	159
Klöckner-Werke	84	158
Adidas-Salomon	1 525	148

Rückstellung = Pensionsrückstellung; Angaben in Mill. Euro, gerundet. \*) laut Bilanz 2005. Quelle: Geschäftsber./IWP

ckungslücken können damit auch nicht verhindert werden. Das zeigen aktuell die US-Autokonzerne GM und Ford. Milliardenlöcher in ihren Fonds treiben diese Unternehmen an den Rand des Ruins. Denn auch nach einer Ausgliederung haften die Unternehmen für die Deckung ihrer Verpflichtungen.

In den USA hat das Thema umso größere Brisanz weil die staatliche Altersvorsorge nur eine untergeordnete Rolle spielt, die Betriebsrenten deshalb eine umso bedeutendere. Weil ein Großteil der betrieblichen Altersvorsorge in Aktien fließt, schwanken die Rücklagen erheblich. So wiesen die Pensionsfonds der 500 größten börsennotierten US-Unternehmen im Jahr 2002 eine Unterdeckung von mehr als 170 Mrd. Dollar auf, weil die Börsen nach der Jahrtausendwende eingebrochen waren.

Doch selbst die rasante Erholung an den Finanzmärkten konnte das Problem nur lindern. So betrug die Deckungslücke bei den Pensionsfonds der 100 größten britischen Unternehmen nach Berechnungen der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Deloitte Ende vergangenen Jahres immer noch 75 Mrd. Pfund (rund 110 Mrd. Euro).

# Wirtschaft bekommt weniger Zertifikate

Gabriel reduziert Zahl der Emissionsberechtigungen – EU-Kommission will Übertragungsregel kippen

KLAUS STRATMANN | BERLIN

Industrie und Energieerzeuger bekommen in der nächsten Emissionshandelsperiode deutlich weniger Zertifikate zugeteilt als bislang geplant. Bundesumweltminister Sigmar Gabriel (SPD) kündigte an, die Obergrenze für Energiekonzerne und Industrie werde von 482 Mill. auf 465 Mill. Tonnen pro Jahr gesenkt. Grund ist der Abschluss der Datenerfassung über die tatsächlichen Emissionen vergangener Jahre. Die bisherigen Werte hatten nur vorläufigen Charakter. Außerdem muss sich die Energiewirtschaft darauf einstellen, Privilegien bei der Zuteilung zu verlieren.

Die Energiekonzerne sollen in der nächsten Handelsperiode, die 2008 beginnt, jährlich nur noch 71 Prozent der gegenwärtig benötigten Zertifikate von der Regierung zugeteilt bekom-

men. Bislang waren 85 Prozent geplant, was eine Reihe von Versorgern bereits scharf kritisiert hatten. „Das ist eine drastische Reduktion“, räumte Gabriel ein. Der Minister schloss nicht aus, dass die EU-Kommission den Wert nochmal kürzt.

Die Energiebranche reagierte skeptisch auf die Ankündigungen Gabriels. Klimaschutz sei zwar wichtig. Jedoch müssten „auch die Wachstumschancen und Investitionsmöglichkeiten der deutschen Wirtschaft gewahrt bleiben“, sagte Hans-Jürgen Cramer von Vattenfall Europe. Der SPD-Bundestagsabgeordnete Reinhard Schultz kritisierte, Gabriel habe die Zertifikatmenge ohne Not stark reduziert. Es sei damit zu rechnen, dass die EU versuche, selbst dieses Angebot des deutschen Seite weiter zu drücken. „Die Kommission will knüppelhart einen Wert von 433 Mill. Tonnen

durchsetzen. Das ist nicht akzeptabel“, sagte Schultz. Die Bundesregierung wäre gut beraten, den Brüsseler Forderungen nicht zu weit entgegen zu kommen. Schultz rechnet mit einem „explosionsartigen Anstieg der Zertifikatpreise“.

Über den Handel mit Abgasrechten sollen Industrie und Energieerzeuger zu Einsparungen beim Ausstoß des klimaschädlichen Kohlendioxids gezwungen werden. Die Regierungen teilen ihnen Abgasrechte für jeweils eine Handelsperiode zu – in Deutschland gratis. Fehlende Berechtigungen müssen an der Börse gekauft oder der CO<sub>2</sub>-Ausstoß muss reduziert werden.

Laut Gabriel stellt die Kommission die sogenannte Übertragungsregel des deutschen Emissionshandels in Frage. Die Übertragungsregel besagt, dass Energiekonzerne, die ein al-

tes Kraftwerk durch ein neues ersetzen, über mehrere Jahre so mit Zertifikaten ausgestattet werden, als würden sie die alte Anlage weiter betreiben. Sie sollen so für Investitionen in neue, effiziente Technik belohnt werden. Allerdings stellt diese Privilegierung eine Diskriminierung von Newcomern dar, die beim Neubau von Kraftwerken keine Überausstattung mit Zertifikaten erhalten.

Ein Wegfall der Regel würde dazu führen, dass alte Anlagen mit hohen Emissionswerten weiterbetrieben würden, sagte Gabriel. „Das beeinträchtigt den Kraftwerksneubau. Wir sind nicht bereit, das zu akzeptieren.“ Parlamentarier Schultz wird noch deutlicher: „Wenn sich die EU an dieser Stelle durchsetzt, erwarte ich, dass die Bundesregierung das gesamte Emissionshandelssystem platzen lässt.“

# Winterkorn sät in Brüssel Hoffnung

In dem bedrohten Werk könnte ein kleiner Audi produziert werden

**FRANKFURT.** Für einen Teil der 4000 VW-Beschäftigten, die im Werk Brüssel von der Kündigung bedroht sind, gibt es vielleicht wieder Hoffnung. Wie aus VW-Konzernkreisen bestätigt wurde, gibt es Überlegungen, in dem belgischen Werk ab 2009 ein neues Produkt zu fertigen. Das Nachrichtenmagazin „Der Spiegel“ berichtet, dabei soll es sich um einen neuen Audi-Kleinwagen mit der Bezeichnung A 1 handeln. VW wollte das nicht kommentieren.

Der VW-Konzern hatte in der vergangenen Woche angekündigt, das wichtigste Modell Golf kündigt nicht mehr in Brüssel, sondern nur noch an den Standorten Wolfsburg und Mosel bei Zwickau zu produzieren. Dadurch sind in Belgien bis zu 4 000 der insgesamt rund 5 500 Stellen bedroht. Belgiens Regierungschef Guy Verhofstadt hatte VW daraufhin vorgeworfen, bei der Entscheidung na-

tionalen Interessen zu folgen und ein Gespräch mit der Konzernspitze und dem Aufsichtsratsvorsitzenden Ferdinand Piëch gefordert.

Laut Spiegel will der bisherige Audi-Chef Martin Winterkorn, der nach der überraschenden Ablösung von Bernd Pischetsrieder zum Jahreswechsel an die Konzernspitze rücken wird, über die Alternativen für Brüssel bereits in dieser Woche mit dem belgischen Regierungschef sprechen. Bedingung für die Zusage eines neuen Modells seien jedoch Einständnisse der Arbeitnehmer. Ein deutlicher Stellenabbau dürfe nach Meinung von Analysten auch bei einer Einigung nicht zu vermeiden sein.

Bekannt ist, dass Winterkorn bereits seit längerem mit einem kleinen, sportlichen Audi liebäugelt, den er gegen den äußerst erfolgreichen Mini des Konkurrenten BMW ins

Rennen schicken kann. Nach der Strategie des scheidenden VW-Konzernchefs Pischetsrieder sollte das sportliche Kleinwagen-Segment von der spanischen Marke Seat abgedeckt werden. Seat als Einstiegsmarke für Audi zu positionieren, hat aber nicht richtig funktioniert. Daher hatte Winterkorn bereits angedeutet, die Markenfamilien innerhalb des Konzerns neu zu ordnen und Seat als Massenprodukt zusammen mit Skoda in der VW-Markengruppe führen zu lassen.

Die Verlagerung der belgischen Golf-Produktion mit bis zu 200 000 Einheiten im Jahr nach Deutschland wird möglich, weil sich die Arbeitnehmer und VW im September über eine deutliche Arbeitszeitverlängerung in den westdeutschen Werken geeinigt haben. Die dadurch entstandene, zusätzliche Kapazität soll nun durch das Golf-Kontingent aus Brüssel ausgelastet werden.