

Corporate Finance Fokus



Research für Unternehmen | **Strategie** | 27.11.2020

Teil 1: Pensionsverpflichtungen in einem Jahrzehnt der Niedrigzinsen

Uwe Burkert

Chefvolkswirt und
Leiter des Bereichs Research

LBBWResearch@LBBW.de

 LBBW_Research



>> Die Diskontierungszinsen werden womöglich weiter sinken und die Unternehmen ergebniswirksam belasten. Die Unternehmen sollten sich „fit“ machen und das Thema Pensionsmanagement auch in diesem Jahrzehnt aktiv forcieren. <<

Andreas Heinemann

Inhalt

| | |
|---|----|
| Die Highlights | 2 |
| Die Altersvorsorge ist essentiell wichtig | 3 |
| Die Rolle der Bilanzierung bei Direktzusagen | 8 |
| Entlastung auf der Zinsseite lässt auf sich warten..... | 13 |
| Biometrische Risiken nicht aus den Augen verlieren..... | 16 |
| Auslagerung von Pensionsverpflichtungen..... | 19 |
| Ansprechpartner Produktlösungen | 23 |
| Disclaimer | 23 |

Autor:

Andreas Heinemann

Analyst

andreas.heinemann@LBBW.de

01 |

Die Highlights

- Für rund 47% der Erwerbstätigen in Deutschland besteht eine betriebliche Altersvorsorge (bAV).
- Die Pensionsverpflichtungen in Deutschland betragen 2018 rund 631 Mrd. EUR. Die Direktzusage ist die häufigste Form der Pensionszusage (ca. 50% der Pensionsverpflichtungen).
- Langanhaltende und fest zementierte Niedrigzinspolitik der EZB verstärken die bAV-Problematik.
- In Zeiten niedriger Zinsen muss das Unternehmen höhere Beträge zurückstellen, um die künftigen Pensionszahlungen leisten zu können. Fallen mehr Niedrigzinsjahre in den Betrachtungszeitraum, verringert sich die Abzinsung und die Rückstellungen erhöhen sich.
- Je nach Laufzeit führt eine Zinsänderung von 1% zu einer Wertänderung von 10% bis 22% bei den Pensionsverpflichtungen.
- Die notwendige Anhebung der Rückstellungen verursacht auf der Kostenseite der deutschen Unternehmen zusätzliche Belastungen.
- Die Diskrepanz zwischen dem handelsrechtlichen und dem steuerrechtlichen Rechnungszins verstärkt die negativen Auswirkungen für die Unternehmen. Im Steuerrecht fällt die Abzinsung zu hoch und die entsprechende Rückstellung zu niedrig aus. Die Folge: Der zu besteuerte Gewinn fällt zu hoch aus.
- Biometrische Risiken sind nicht zu unterschätzen, da Pensionsanwartschaften und laufende Pensionszahlungen von biometrischen Faktoren abhängig sind.
- Liquiditätsrisiken kommen näher - Die Babyboomer gehen in den nächsten Jahren in Rente und der Anteil der Rentner pro Erwerbsperson wird sich um ca. 72% von 0,31 im Jahr 2019 auf 0,54 im Jahr 2060 erhöhen.
- Überwiegend in Deutschland tätige Unternehmen dürften in Summe Probleme bekommen, die Beschäftigungszahlen stabil zu halten. Entsprechend dürfte die Belastung pro Mitarbeiter für die Zahlung der Betriebsrenten für die geburtenstarken Jahrgänge in den nächsten Jahrzehnten stark steigen.
- Die Auslagerung von Pensionsverpflichtungen muss abgewogen werden. Die Auslagerung reduziert das Zahlungsrisiko in der Zukunft und die Bilanzsumme, wodurch sich die Bonitätskennzahlen verbessern. Gegen eine Auslagerung spricht die geringere Abhängigkeit von externen Kreditgebern. Darüber hinaus kann die Finanzierung über Pensionsrückstellungen vorteilhaft sein, wenn die interne Rendite über der Kapitalmarktverzinsung liegt.
- Fazit: Aktiv das Thema Pensionsmanagement angehen.



Die Altersvorsorge ist essentiell wichtig

Pensionen sind bisher (k)ein Problem

Neben der gesetzlichen Rente und privaten Vorsorge ist die betriebliche Altersvorsorge (bAV) ein wichtiger Baustein der finanziellen Absicherung für das Alter der abhängig Beschäftigten. In Deutschland bieten viele kleine und mittlere Unternehmen (KMU), die nach HGB bilanzieren, ihren Beschäftigten eine Betriebsrente an. Dadurch leisten sie einen erheblichen Beitrag zur Absicherung des Lebensstandards ihrer ehemaligen Beschäftigten im Alter. Jedoch bereitet das aktuelle und seit langem anhaltende Niedrig- und Negativzinsumfeld der bAV einige Probleme. Die größte Herausforderung: Unternehmen, die ihren Beschäftigten über eine Direktzusage eine Betriebsrente zugesichert haben, müssen in der Niedrigzins-Ära für die künftigen Pensionszahlungen mehr Rückstellungen bilden. Dies belastet nicht nur den Finanzierungszugang der Unternehmen, sondern hemmt auch dringend notwendige Investitionen.

In politischen und wirtschaftlichen Diskussionen sorgen die gestiegene Pensionsrückstellungen oft für Sprengstoff und sie werden medial sogar als tickende Bilanzbomben bezeichnet.

Wir möchten mit dieser Untersuchung das Thema Pensionsmanagement wieder ins Blickfeld der Unternehmen rücken. Während der Nachholbedarf an kapitalgedeckter Vorsorge für Beschäftigte in jeder Unternehmensgrößenklasse groß ist und der demografische Wandel sein Übriges dazu beiträgt, gibt die neue Normalität des fest zementierten Niedrigzinsumfeld der bAV nur wenig Rückenwind.

Die Untersuchungsergebnisse zeigen, dass sowohl Großkonzerne als auch KMU ihre Rückstellungen für Pensionsverbindlichkeiten seit 2010 kräftig aufstocken mussten. Für den Großteil der deutschen Großkonzerne und Mittelständler nimmt diese Entwicklung - den aggregierten Daten zufolge - (noch) kein existenzbedrohendes Ausmaß an. Um die bilanzielle Anfälligkeit zu reduzieren, sind viel Mittelständler in den letzten Jahren auf mittelbare bAV-Durchführungswege umgestiegen. Auf Einzelunternehmensebene kann es jedoch große Unterschiede geben. Daher ist es für Unternehmen empfehlenswert, das Thema Pensionsmanagement aktiv anzugehen.

Langanhaltende und fest zementierte Niedrigzinspolitik der EZB verstärkt die bAV-Problematik

Aktiv das Thema Pensionsmanagement angehen

Infobox: Aufbau des Systems

Für einen großen Teil der Bevölkerung in Deutschland ist und bleibt die wichtigste Einnahmequelle im Alter die gesetzliche Rente. In Sachen Altersvorsorge bildet sie nach wie vor ein staatlich garantiertes Fundament. Daneben sind Alterseinkünfte aus privater Vorsorge und aus betrieblicher Altersversorgung (bAV) möglich. Deshalb spricht man vom „Drei-Säulen-Modell“. Alle drei Säulen werden durch die demografische Entwicklung sowie die derzeitige Niedrig- und Negativzinspolitik unter Druck gesetzt. Die anhaltend niedrige Geburtenrate und die steigende Lebenserwartung unserer Gesellschaft fordern nicht nur von der gesetzlichen Rentenversicherung, sondern auch von den Unternehmen ihren finanziellen Tribut. Nachfolgend wollen wir aus Unternehmenssicht auf diese Problematik eingehen.

Das 3-Säulensystem der Altersvorsorge



Quellen: Deutsche Rentenversicherung, LBBW Research

bAV-Anwartschaften steigen robust

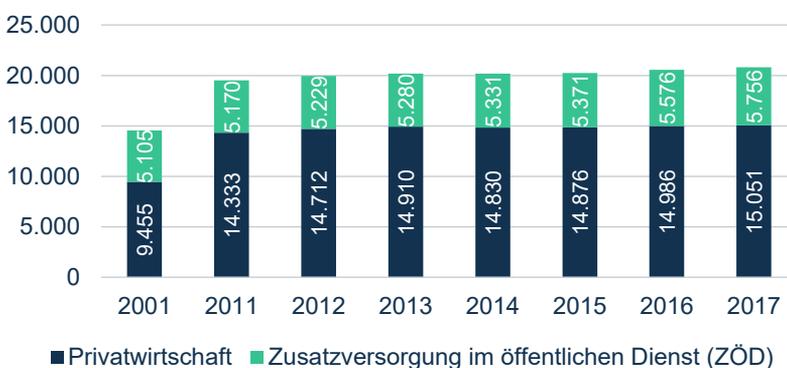
Die betriebliche Altersvorsorge wurde von vielen Unternehmen als steuerlich attraktive Gehaltsvariante eingeführt. Damit wurde zum einen auf gesellschaftliche und gewerkschaftliche Forderungen reagiert und zum anderen Werbung um qualifizierte Mitarbeiter betrieben.

Das Bundesministerium für Arbeit führt in dem Forschungsbericht 523 (BAV 2017 erschienen im Januar 2019) für Dezember 2017 rund 20,8 Mio. aktiv Versicherte auf, für die eine betriebliche Altersvorsorge besteht. Von diesen entfallen 15 Mio. aktiv Versicherte auf die Privatwirtschaft und 5,8 Mio. auf den öffentlichen Sektor. Gegenüber Dezember 2015, dem Referenzzeitpunkt der Vorgängeruntersuchung (BAV 2015), ist die Zahl der insgesamt aktiv Versicherten um ca. 560.000 bzw. um 2,8% gestiegen. Bei rund 44 Mio. Erwerbstätigen im Jahr 2017 profitieren damit knapp 47% der Erwerbstätigen in Deutschland von einer betrieblichen Altersvorsorge.

Für Unternehmen sind betriebliche Altersvorsorgemodelle wichtige Gehaltsbestandteile

Für rund 47% der Erwerbstätigen in Deutschland besteht eine betriebliche Altersvorsorge

Aktiv Versicherte mit bAV-Anwartschaften* (in Tsd.)



*Ohne Mehrfachanwartschaften innerhalb der Durchführungswege, aber einschließlich Mehrfachzahlungen aufgrund von Anwartschaften in mehreren Durchführungswegen
Quellen: Bundesministerium für Arbeit und Soziales, LBBW Research

Die fünf Formen der betrieblichen Altersversorgung

Es stehen verschiedene Möglichkeiten der betrieblichen Altersversorgung zur Verfügung, die teilweise unterschiedliche Auswirkungen auf die Bilanzierung, den Ertrag und die Finanzströme eines Unternehmens haben. Das deutsche Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung (BetrAVG) nennt fünf Formen: betriebliche Direktzusagen, Pensionskassen, Direktversicherungen, Pensionsfonds und Unterstützungskassen.

Je nach Art der Alterssicherung bestehen unterschiedliche Verpflichtungen der Unternehmen. Grundsätzlich wird zwischen **beitragsorientierten** und **leistungsorientierten** Zusagen unterschieden. Zusätzlich wird die Form der Finanzierung unterschieden, handelt es sich um eine Entgeltumwandlung (Finanzierung durch die Mitarbeitenden), eine reine Finanzierung durch den Arbeitgeber oder eine Mischvariante.

Bei einer **beitragsorientierten Zusage (defined contribution)** zahlt das Unternehmen einen bestimmten Betrag z.B. in eine Direktversicherung und sagt den Arbeitskräften zu, dass die Zahlungen aus der Direktversicherung ihnen im Alter als Betriebsrente zustehen. Hierbei hat das Unternehmen als Versicherungsnehmer keine weiteren Verpflichtungen in der Zukunft außer der aktuellen Zahlung des Betrags und der Sicherstellung, dass das Vertragswerk der Direktversicherung den Regelungen des BetrAVG entspricht. Gemäß [§ 1 BetrAVG](#) (Zusage des Arbeitgebers auf betriebliche Altersversorgung) steht das arbeitgebende Unternehmen für die Erfüllung der zugesagten Leistungen auch dann ein, wenn die Durchführung nicht unmittelbar über das Unternehmen erfolgt. Eventuelle Zinsänderungsrisiken trägt der Arbeitnehmende (wenn der Auszahlungsbetrag der Direktversicherung durch eine Niedrigzinsphase geringer als erwartet ausfällt). Eine Garantie bekommt der Arbeitnehmende auf die Mindestleistung, die sich aus den insgesamt gezahlten Beiträgen, ohne erwirtschaftete Erträge, und abzüglich der Beiträge, die zur Absicherung für vorzeitige Risiken (Berufsunfähigkeit und Todesfall) verwendet wurden, berechnet. Das Unternehmen muss für die Mindestleistung einstehen, wenn sie seitens eines externen Versorgungsträgers nicht erbracht wird. Zu den beitragsorientierten Zusagen gehören ebenfalls z.T. Pensionskassen und Pensionsfonds (sofern das Unternehmen keine weitere Haftung für die Höhe der Pensionszahlung übernimmt). Erfolgt die bAV also über einen der Durchführungswege Unterstützungskasse, Pensionskasse, Pensionsfonds oder Direktversicherung, liegt eine **mittelbare Zusage** vor.

Bei **leistungsorientierten Zusagen (defined benefit)** garantiert der arbeitgebende Betrieb der angestellten Person einen bestimmten Betrag und/oder eine bestimmte Steigerungsrate im Alter. Entsprechend ist das arbeitgebende Unternehmen für die Zahlung an die Belegschaft in der Ruhestandsphase stärker verantwortlich. Die finanzielle Verpflichtung kann im Unternehmen bilanziert oder durch Zahlungen an fremde Institutionen ausgelagert werden. Der erste Fall entspricht der in Deutschland häufigsten Form der betrieblichen Altersvorsorge, der Direktzusage (**unmittelbare Versorgungszusage**). Das arbeitgebende Unternehmen garantiert hier eine bestimmte Zahlung im Alter, die dann vom Unternehmen erwirtschaftet werden muss. Im Falle einer Auslagerung

Grundsätzliche Differenzierung zwischen leistungs- und beitragsorientierten Pensionszusagen

Direktzusage als häufigste Form der Pensionszusage

an externe Versorgungsträger werden die gesamte Verpflichtung oder Teile davon ausgelagert. Die externe Institution baut auf Basis der Zahlungen des arbeitgebenden Unternehmens ein entsprechendes Vermögen auf mit dem Ziel, daraus die späteren Pensionszahlungen zu leisten. Damit ist das Unternehmen in der Ruhestandsphase von der Zahlung entlastet. Das Unternehmen ist weiterhin für die Zahlung der Versorgungsleistung haftbar, so dass es eine mögliche Differenz zwischen dem zugesagten und dem von der externen Institution erwirtschafteten Betrag zahlen muss und entweder nachfinanzieren oder eine Pensionszusage bilden muss.

Aufgrund der teilweise weit in der Zukunft liegenden Zahlungsphase werden die zukünftigen Verpflichtungen im Rahmen einer Sterbetabelle ([Heubeck-Richttafeln 2018 G](#)) geschätzt und auf den heutigen Zeitpunkt diskontiert. Dieser Betrag entspricht dann der aktuellen Pensionsverpflichtung des Arbeitgebers. Das Unternehmen muss für eine Zusage einer betrieblichen Pension eine Rückstellung bilden, sofern er das Zahlungsrisiko im Alter trägt. Dies gilt nicht für den Teil, der durch ausgelagertes Vermögen z.B. in einer Unterstützungskasse gedeckt ist. Entsprechend bilden Pensionsrückstellungen zum einen die Verpflichtung aus Direktzusagen sowie im Falle einer zumindest teilweisen Auslagerung die Differenz zwischen dem angesparten externen Vermögen sowie den Pensionsanwartschaften des Unternehmens ab.

Grundsätzlich muss erwähnt werden, dass das deutsche BetrAVG sehr restriktive Forderungen an das arbeitgebende Unternehmen im Rahmen einer betrieblichen Altersversorgung, speziell auch bei der Pensionszusage, enthält. So haftet das Unternehmen z.B. auch im Fall einer Direktversicherung bei einem Insolvenzfall einer ausgelagerten Versicherung/Institution und eine einmal gemachte Zusage kann nur schwer reduziert werden.

Bei international aktiven Unternehmen müssen in jedem Land die dort geltenden Vorschriften beachtet werden, so dass hier teilweise sehr komplexe Versorgungswerke bei internationalen Konzernen entstehen, auf die wir im Rahmen dieser Arbeit aber nicht näher eingehen werden.

Durch Aufbau externer Pensionsvermögen sollen die zukünftigen Zahlungen für Pensionen vom operativen Geschäft getrennt werden

Alternativ decken Pensionsrückstellungen die im Unternehmen verbleibenden Pensionsverpflichtungen ab

Länderspezifische Regelungen zu betrieblichen Pensionen teilweise sehr unterschiedlich

Infobox: Fünf Durchführungswege der bAV

- **Direktzusage** (auch unmittelbare Versorgungszusage oder Pensionszusage): Das arbeitgebende Unternehmen verpflichtet sich, den angestellten Personen oder deren Angehörigen eine Alters-, Invaliditäts- oder Hinterbliebenenrente zu zahlen. Zur Finanzierung bildet das Unternehmen Rückstellungen. Die Leistungen werden in der Regel direkt vom Unternehmen erbracht. Das Unternehmen muss dafür Sorge tragen, dass für die sich ergebenden (Renten-)Zahlungsverpflichtungen ausreichend Liquidität vorhanden ist, wenn der Versorgungsfall eintritt. Die Ansprüche aus einer Direktzusage sind durch den Pensions-Sicherungs-Verein (PSV) insolvenzgeschützt.
- **Direktversicherung**: Eine Direktversicherung ist eine Lebens- oder Rentenversicherung, die das arbeitgebende Unternehmen für die Beschäftigten abschließt. Die Beiträge für die Direktversicherung leisten entweder das Unternehmen oder die angestellte Person (z. B. durch Entgeltumwandlung) oder beide gemeinsam. Die beschäftigte Person oder deren Angehörige haben Anspruch auf die zugesagten Leistungen. Aufgrund ihres geringeren Verwaltungsaufwands ist dieser Durchführungsweg besonders für kleine Unternehmen geeignet und in Deutschland auch relativ weit verbreitet.
- **Pensionskasse**: Pensionskassen sind rechtlich selbständige Versorgungseinrichtungen, die von einem oder mehreren Unternehmen getragen werden und die ihren Mitgliedern – den versorgungsberechtigten Arbeitnehmenden – einen Rechtsanspruch auf Leistungen gewähren. Die Durchführung ist vergleichbar mit der Direktversicherung. Pensionskassen unterliegen der Versicherungsaufsicht.

- **Pensionsfonds:** Pensionsfonds sind rechtlich selbständige Einrichtungen, die gegen Zahlung von Beiträgen eine betriebliche Altersversorgung für das arbeitgebende Unternehmen durchführen. Pensionsfonds können – im Unterschied zu Direktversicherungen und Pensionskassen – das angesammelte Versorgungskapital relativ frei auf dem Kapitalmarkt anlegen (nicht versicherungsförmiger Durchführungsweg).
- **Unterstützungskasse:** Die von einem Unternehmen – gegebenenfalls gemeinsam mit anderen Unternehmen – gegründete Unterstützungskasse ist eine rechtlich selbständige Versorgungseinrichtung. Im Unterschied zur Direktversicherung, zu Pensionskassen und Pensionsfonds gewährt eine Unterstützungskasse aber keinen Rechtsanspruch auf die Versorgungsleistung. Aufgrund der Subsidiärhaftung des Unternehmens ist dennoch gewährleistet, dass die beschäftigte Person einen Rechtsanspruch auf das gegebene Versorgungsversprechen hat.

Nach der Abgrenzung zwischen den Wesensgruppen mittelbaren und unmittelbaren Versorgungszusagen lassen sich die bAV-Durchführungswege zusätzlich in **versicherungsförmig** und **nicht versicherungsförmig** unterteilen.

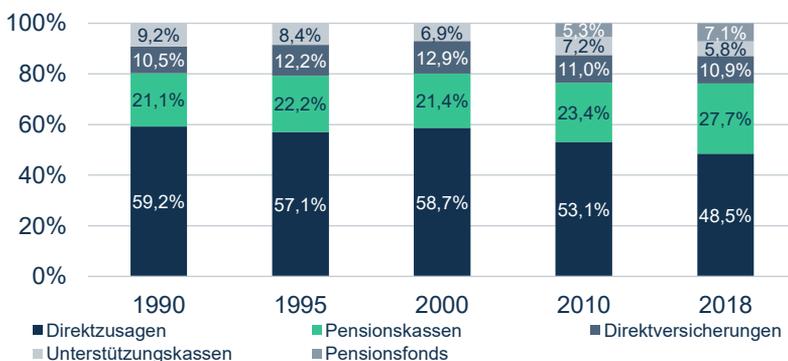
Die Direktzusage ist die häufigste Form der Pensionszusage

Die Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung – also die Pensionsverpflichtungen in Deutschland – sind von 380 Mrd. DM 1990 auf 631 Mrd. EUR 2018 angewachsen. Die Deckungsmittel sind damit – unter Berücksichtigung einer Umrechnung in Euro – um 225% angestiegen. Dies geht aus der aba-Statistikreihe 2020 hervor (aba - Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V.). Die Anteile der Deckungsmittel nach den einzelnen Durchführungswegen haben sich seit 1990 unterschiedlich entwickelt: Der Löwenanteil entfällt 2018 immer noch auf Direktzusagen. Jedoch verringerte sich der Anteil der Direktzusagen um 10,7 Prozentpunkte auf 48,5% (1990: 225 Mrd. DM; 2018: 305,9 Mrd. EUR) und jener der Pensionskassen stieg um 6,6 Prozentpunkte auf einen Anteil von 27,7% (1990: 80 Mrd. DM; 2018: 174,9 Mrd. EUR) gemessen an den gesamten Deckungsmitteln. Die Direktversicherungen steigerten ihren Anteil an den Deckungsmitteln um 0,4 Prozentpunkte auf 10,9% (1990: 40 Mrd. DM; 2018: 68,6 Mrd. EUR). Der Anteil der Unterstützungskassen fiel um 3,4 Prozentpunkte auf 5,8% (1990: 35 Mrd. DM; 2018: 36,9 Mrd. EUR). 2005 betragen die Deckungsmittel bei den Pensionsfonds 1,2 Mrd. EUR. Im Jahr 2018 waren es 44,7 Mrd. EUR und somit mehr als 37-mal so viel. Der Anteil der Pensionsfonds an den gesamten Deckungsmitteln 2018 betrug 7,1%.

Pensionsverpflichtungen in Deutschland 2018: 631 Mrd. EUR

Fast 50% sind Direktzusagen

Deckungsmittel der bAV



Veränderungen der Anteilswerte seit 1990 (Stand: Juni 2020)

Quellen: Klein R. (2020): Die Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung in 2018, in: Betriebliche Altersversorgung, Heft 4/2020, S. 316f. und Schwind J. in div. BetrAV-Ausgaben

Anteil der Direktzusagen fällt und Anteil der Pensionskassen steigt

Die Rolle der Bilanzierung bei Direktzusagen

Die Bilanzierungsregelungen (HGB, Steuerbilanz und IFRS) haben einen erheblichen Einfluss auf die Höhe und Behandlung der Pensionsrückstellungen. Die wesentlichen Merkmale sind die unterschiedlichen Diskontierungssätze sowie die Verbuchung der Rückstellungen (bei Auflösungen sowie der Behandlung von außerplanmäßigen Zuführungen/Wertänderungen).

Pensionsrückstellungen in der Handelsbilanz

Neben den Verbindlichkeiten gehören zu den auf der Passivseite der Handelsbilanz darzustellenden Schulden bekanntlich auch die sog. Rückstellungen ([§ 266 Abs. 3 HGB](#)). Der Unterschied zwischen Verbindlichkeiten und Rückstellungen besteht darin, dass Rückstellungen hinsichtlich der Existenz und/oder Höhe der Schuld ungewiss sind ([§ 249 HGB](#)). So gehören auch Ansprüche der Arbeitnehmer aus betrieblicher Altersversorgung zu den Rückstellungen, also Pensionsrückstellungen (PRSt), da sie vom Eintritt des Versorgungsfalles abhängig sind.

Rückstellungen sind grundsätzlich in Höhe des nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung notwendigen Erfüllungsbetrages in die Bilanz aufzunehmen ([§ 253 Abs. 1 Satz 2 HGB](#)). Das ist bei einer Geldforderung der Geldbetrag, der am Fälligkeitstag voraussichtlich ausgezahlt werden muss, in der Regel also der Nennbetrag der Forderung. Abweichend hiervon schreibt § 253 Abs. 2 Satz 1 HGB jedoch für Rückstellungen mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr eine Abzinsung (Diskontierung) dieses Betrages vor. Das heißt, dass bei Forderungen, die voraussichtlich erst in mehr als einem Jahr zu erfüllen sein werden, nicht der dann (voraussichtlich) auszahlende Betrag (Erfüllungsbetrag), sondern ein niedrigerer, „abgezinst“ Betrag in die Bilanz eingestellt wird. Dahinter steht der Gedanke, dass die in den Rückstellungen gebundenen Finanzmittel investiert und Erträge daraus realisiert werden können. So muss in dem Geschäftsjahr, auf das sich die Bilanz bezieht, nur der Betrag zurückgestellt werden, der erforderlich ist, um den später zu zahlenden Betrag zu erwirtschaften.

Dabei sind die zwei Faktoren Restlaufzeit und Marktzinssatz von entscheidender Relevanz. Die Restlaufzeit ist die Zeit, die (voraussichtlich) bis zur Auszahlung des geschuldeten Betrags zur Verfügung steht, im Falle einer PRSt also die Zeit bis zur Auszahlung der Pension. Während dieser Zeit sind die zu erwartenden Marktzinssätze ebenfalls von großer Bedeutung. Je höher der zu erwartende Marktzinssatz, desto mehr kann mit einem bestimmten Geldbetrag erwirtschaftet werden, desto höher ist die Abzinsung und desto weniger muss zurückgestellt werden. Je niedriger der Marktzinssatz, desto geringer die Abzinsung und desto höher die PRSt.

Unterschiede bei HGB, IFRS und Steuerbilanz

Gemäß der Regelung zur Berechnung der Abzinsung für Pensionszusagen (§ 253 Abs. 2 HGB) stehen den Unternehmen grundsätzlich zwei Berechnungsmöglichkeiten der Abzinsung zur Verfügung.

Nach der ersten Berechnungsmethode ist jede einzelne Pensionsrückstellung mit dem ihrer Restlaufzeit entsprechenden durchschnittlichen Marktzinssatz der vergangenen zehn und sieben Geschäftsjahre abzuführen (§ 253 Abs. 2 Satz 1 HGB). Die entsprechenden Abzinsungszinssätze werden von der Bundesbank ermittelt und monatlich bekannt gegeben (gemäß § 253 Abs. 2 Satz 4 HGB).

Im Unterschied dazu kommt es bei der zweiten Berechnungsmethode nicht auf die tatsächlich erwartete Restlaufzeit jeder einzelnen Rückstellung an, sondern es wird pauschal bei jeder Rückstellung eine Restlaufzeit von 15 Jahren angenommen (§ 253 Abs. 2 Satz 2 HGB).

Der Unterschied der Berechnungsmethoden liegt also in der der Abzinsung zu Grunde liegenden Restlaufzeit der Rückstellung. Beide Methoden gehen von einem Abzinsungszinssatz aus, der den durchschnittlichen Marktzinssatz der vergangenen zehn oder sieben Geschäftsjahre zum Ausgangspunkt hat.

Die Rückstellungen sind neben dem 10-Jahres-Durchschnittszinssatzes auch unter Anwendung des 7-Jahres-Durchschnittszinssatzes zu berechnen, und zwar unabhängig davon, welcher der beiden Werte höher ist ([§ 253 Abs. 6 HGB](#)). Der Differenzbetrag zwischen den beiden Rückstellungen ist unter der Bilanz oder im Anhang der Bilanz anzugeben. Für den Fall, dass die Rückstellungen mit dem 7-Jahres-Durchschnittszins höher wären, unterliegt der Differenzbetrag einer Ausschüttungssperre, d. h., im Falle einer Ausschüttung müssen in Höhe dieses Betrages Rücklagen im Unternehmen verbleiben.

Rückstellungen im Bann niedriger Marktzinsen

Wie bereits oben erwähnt, sind die Auswirkungen niedriger Marktzinsen auf die Rückstellungen erheblich. Je niedriger die Marktzinsen sind, desto geringer fällt die Abzinsung aus und desto höher sind folglich die in der Handelsbilanz zurückzustellenden Beträge. Je höher die in die Bilanz einzustellende Rückstellung ist, desto geringer ist wiederum der als Eigenkapital in der Bilanz auszuweisende Jahresüberschuss. Die Erhöhung der Pensionsrückstellungen und die damit korrespondierende Verringerung des Eigenkapitals tritt grundsätzlich bei beiden Berechnungsmethoden auf. Da Pensionsrückstellungen bei einer Unternehmensbewertung oder bei Rating-Kennziffern wie Fremdkapital berücksichtigt werden, bedeutet eine hohe Quote eine erhebliche Verschuldung des Unternehmens. Je länger also eine Niedrigzinsphase andauert, desto größer sind ihre rückstellungserhöhenden Auswirkungen, da sich die Zahl der von der Niedrigzinsphase geprägten vergangenen Geschäftsjahre mit jedem Jahr erhöht.

Um den entgegenzusteuern, hat der Gesetzgeber bereits 2016 die Zahl der abgelaufenen Geschäftsjahre, die bei der Ermittlung des durchschnittlichen Marktzinssatzes nach § 253 Abs. 2 HGB mit einbezogen werden müssen, für Pensionsrückstellungen von sieben auf zehn erhöht. In die Berechnung des durchschnittlichen Marktzinssatzes sollen

Der Rechnungszins entspricht dem vergangenen 7- und 10-Jahres-Durchschnitt

Vereinfachend kann pauschal von einer 15-jährigen Restlaufzeit ausgegangen werden

Fallen mehr Niedrigzinsjahre in den Betrachtungszeitraum, verringert sich die Abzinsung und die Rückstellungen erhöhen sich

Abmilderung der Niedrigzinsphase durch längeren Betrachtungszeitraum

dadurch mehr durch höhere Marktzinsen geprägte Geschäftsjahre einbezogen werden. Die Folge ist, dass sich die Abzinsung erhöht und damit geringere Rückstellungen und mehr Eigenkapital in der Bilanz auszuweisen sind. Ziel ist, die negativen Auswirkungen der Niedrigzinsphase auf die Attraktivität der Direktzusagen von Betriebsrenten spürbar zu vermindern.

Nachdem sich die fallenden Rechnungszinssätze (7- und 10-Jahresdurchschnitt) annähern, reduziert sich auch der gebildete EK-Posten in der Zukunft. Sollten die Zinsen steigen, so wird dieser sogar komplett verschwinden. Das EK wird somit neben den Belastungen aus der GuV auch über die Rechnungszinsen gestresst/belastet.

Steuerbilanz geht eigenen Weg

Von der Handelsbilanz nach dem HGB ist die Steuerbilanz abzugrenzen. Während bei der Handelsbilanz das Informationsinteresse der Unternehmensgläubiger im Vordergrund steht, ist bei der Steuerbilanz das Interesse des Fiskus an der vollständigen und gleichheitsgerechten Abbildung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Unternehmens gefragt. Das Steuerrecht geht bei der Bewertung von Pensionsrückstellungen einen eigenen Weg. Während bei der Handelsbilanz die Abzinsung, wie oben gesehen, auf der Grundlage des durchschnittlichen Marktzinses der vergangenen zehn Geschäftsjahre erfolgt, ist für die Steuerbilanz ein fester Zinssatz von 6% maßgebend (gemäß [§ 6a Abs. 3 Satz 3 EStG](#)). Der Rechnungszinsfuß von 6% wird seit 1982 unverändert angewendet. Nach Auskunft des Bundesministeriums der Finanzen ist auch keine gesetzliche Änderung geplant.

Angesichts des bestehenden Niedrigzinsumfeldes unterstellt ein Abzinsungssatz von 6% Ertragsmöglichkeiten, die nicht der Realität entsprechen. So fällt der jährliche Aufwand für die Bildung von Pensionsrückstellungen in der Steuerbilanz wesentlich niedriger aus als in der Handelsbilanz. Dies führt zu einem höheren Gewinn in der Steuerbilanz, der entsprechend versteuert werden muss. Aufgrund der höheren Steuerzahlungen ergeben sich negative Effekte für die Liquidität.

Die zusätzliche Besteuerung von (nach HGB-Bilanzierung) nicht vorhandenen Gewinnen hat darüber hinaus entsprechend negative Auswirkungen auf die Bonität und/oder die Ausschüttungsmöglichkeiten der Unternehmen. Somit stellt die Besteuerung von Scheingewinnen durch den steuerlich fixierten Diskontierungssatz von 6% ein großes Problem für Unternehmen dar. In Summe führt für die Unternehmen die Niedrigzinsphase zu spürbaren Belastungen bei der Höhe der Pensionsansparungen sowie bei der Cashflow-Entwicklung.

Realitätsnähe des IFRS-Konzernabschlusses

Während im Konzernabschluss nach HGB die Renditen über die letzten zehn Jahre geglättet werden, erfolgt beim Konzernabschluss nach internationalen Regeln (IFRS) eine Bewertung zum stichtagsaktuellen Niveau.

Die für die Berechnung der Rückstellungen maßgeblichen Zinssätze für die IFRS-Bilanz leiten sich aus der Rendite erstklassiger europäischer

Diskrepanz zwischen dem handelsrechtlichen und dem steuerrechtlichen Rechnungszins steht seit längerem in der Kritik

Im Steuerrecht fällt der zu besteuernde Gewinn zu hoch aus

Unternehmensanleihen mit langer Laufzeit ab. Der Diskontierungszinssatz für Pensionsrückstellungen orientiert sich am Zinssatz für langfristige Unternehmensanleihen hoher Qualität (AA). Die betrachtete Laufzeit orientiert sich an der Duration der Pensionsrückstellungen. Eine häufig verwendete Referenz für „high quality corporate bonds“ ist der Zins des Index iBoxx Euro Corporates AA10+ (Firmenanleihen mit AA-Ratings), der üblicherweise von Standardsetzern, Wirtschaftsprüfern und Aktuaren herangezogen wird. Darüber hinaus werden Bewertungsänderungen nicht in der GuV, sondern im sonstigen Ergebnis berücksichtigt und beeinflussen damit zwar das Eigenkapital (OCI), nicht aber den Periodengewinn.

Bilanzierungsunterschiede bei Pensionsrückstellungen

| | Steuerbilanz | HGB | IFRS |
|----------------------------|-----------------------|---|---|
| Zinssatz | 6% | 7- und 10-Jahresdurchschnitt von 15-jährigen erstklassigen europäischen Anleihen (berechnet von Dt. Bundesbank) | Aktuelle Rendite erst-rangiger langfristiger europäischen Industrieanleihen |
| Bewertungs- änderungen: | Bilanzierung über GuV | Bilanzierung über GuV | Bilanzierung über Eigenkapital (OCI) |

Quellen: HGB, IFRS, LBBW

Als Folge der Bilanzierungsvorschriften ergeben sich teilweise erhebliche Unterschiede bei der Höhe der Pensionsrückstellungen, da ein Zinsunterschied von 1% ungefähr eine Wertänderung von 10% bis 22% der Pensionsrückstellungen nach sich zieht (s. nächste Tabelle). Je niedriger der Abzinsungszinssatz und umso kürzer der erwartete Zahlungszeitraum ist, desto höher fällt die Rückstellung aus. So mussten Unternehmen für die Steuerbilanz 2019 einen Zinssatz von 6% nehmen, während der HGB-Zinssatz bei 2,71% lag und sich der IFRS-Zinssatz in der Region von 0,45% bis 1,05% bewegte (zum Monatsende). Entsprechend ergaben sich erhebliche Unterschiede bei der Höhe der Pensionsrückstellungen.

Im folgenden Beispiel haben wir unterschiedliche Zinssätze unter der Annahme einer gleichmäßigen Diskontierung von 100 Mio. EUR Pensionsverpflichtungen über unterschiedliche Laufzeiten sowie unterschiedlichen Zinssätze berechnet. So würde z.B. eine Zinssenkung von 3% auf 2% bei einer Laufzeit von 15 Jahren zu einem Anstieg der Pensionsverpflichtungen von 64,2 Mio. EUR auf 74,3 Mio. EUR führen, was eine Erhöhung um 15,8% bedeuten würde.

In der Praxis ist die Berechnung etwas komplizierter, da die Pensionsverpflichtungen je nach Anzahl und Alter der Berechtigten konkret über die einzelnen Laufzeiten berechnet werden. Dazu werden Annahmen bzw. Wahrscheinlichkeiten über den Eintritt und die Dauer der erwarteten Pensionszahlung versicherungsmathematisch berechnet. Wichtige Einflussfaktoren sind dabei u.a. die zu erwartende Lebenszeit, die Gehaltsentwicklung oder auch die Wechselwahrscheinlichkeit eines Arbeitnehmers.

Der Diskontierungssatz für Pensionsrückstellungen bei IFRS orientiert sich an der langfristigen Kapitalmarktverzinsung von erstrangigen Industrieanleihen

Je nach Laufzeit führt eine Zinsänderung von 1% zu einer Wertänderung von 10% bis 22% bei den Pensionsverpflichtungen

Der wichtigste Hebel ist, ob es sich um eine Renten- oder Kapitalzusage für den Arbeitnehmenden handelt. Teilweise gibt es auch Mischsysteme mit unterschiedlichen Rechten für die Arbeitnehmenden und arbeitgebenden Unternehmen. Da die einzelnen Berechnungsbestandteile aber relativ fix sind, lässt sich der Einfluss des Diskontierungszinssatzes näherungsweise wie in folgender Tabelle darstellen.

Änderungen des Diskontierungszinssatzes

| 100 Mio. EUR Pensionsverpflichtung | 10 Jahre | 15 Jahre | 20 Jahre |
|------------------------------------|----------|----------|----------|
| 6% | 55,8 | 41,7 | 31,2 |
| 5% | 61,4 | 48,1 | 37,7 |
| 4% | 67,6 | 55,5 | 45,6 |
| 3% | 74,4 | 64,2 | 55,4 |
| 2% | 82,0 | 74,3 | 67,3 |
| 1% | 90,5 | 86,1 | 82,0 |

Fallbeispiel anhand eigener Berechnung (z.B. 10 Jahre bei 6%: $\frac{100}{(1+0,06)^{10}} = 55,8$)
 Quelle: LBBW Research

Entlastung auf der Zinsseite lässt auf sich warten

Bundrenditen am Tiefpunkt

Der Tiefpunkt der Zinsentwicklung im Euro-Raum, gemessen an der 10-jährigen Bundrendite, dürfte Anfang März 2020 vor der Corona-Krise erreicht worden sein (Rendite: -0,83%). Mit Beginn des realwirtschaftlichen Lockdowns wurden Barmittel zur Monatsmitte März wichtiger als der sichere Hafen deutscher Staatsanleihen. Somit kam es zu einer kurzen Erholung der Bundrenditen bis Mitte/Ende März bis in die Nähe von Null. Seither bewegten sich die Zinsen weitgehend seitwärts und oszillieren um -0,5%. Noch dramatischer waren die März-Entwicklungen in Spanien (1,23%) und Italien (2,38%).

Angesichts der enormen wirtschaftlichen Verwerfungen dürfte die EZB ihren ultra-expansiven Kurs auf absehbare Zeit beibehalten, der Einlagensatz dürfte im Jahr 2020 und weit darüber hinaus bei -0,50 % bleiben. Zudem dürfte die EZB auf absehbare Zeit netto in erheblichem Umfang Anleihen kaufen, was auf das langfristige Zinsniveau drückt. Die Langfristzinsen (10-jährige Bundesstaatsanleihen) dürften zunächst weiterhin seitwärts tendieren und befinden sich derzeit in einer ausgedehnten Bodenbildung.

Da der Verlauf der Corona-Pandemie und die Corona-bedingte Konjunkturentwicklung weiterhin hohe Unsicherheiten in sich bergen, steht die Bundrendite im Spannungsfeld zwischen starker Ausweitung des Anleiheangebots und massiven EZB-Käufen.

Ein erneuter Rücksetzer ist weiterhin möglich, da vorerst die Corona-Sorgen und die Gefahr der zweiten Corona-Welle – auch in Europa – dominieren. Erst mittelfristig ist mit dem Abebben der Corona-Virus-Pandemie ein moderater Wiederanstieg zu erwarten. So könnte sich Ende 2021 im Zuge einer konjunkturellen Wiederbelebung das Potenzial für einen moderaten Anstieg ergeben. Ein Ende der Negativzinsphase ist indes jedoch nicht in Sicht.

Renditen von Unternehmensanleihen sinken in der Tendenz

Während der Corona-Pandemie war bei langfristigen Unternehmensanleihen eine ähnliche Bewegung wie bei Staatsanleihen zu verzeichnen. Zwischen Mitte und Ende März kam es zu einem spürbaren Zinsanstieg und das Renditeniveau erhöhte sich zwischen dem 10. März und dem 25. März um rund einen Prozentpunkt. Das dürfte für Q1 2020 unmittelbare Auswirkungen für Unternehmen mit einer Bilanzierung nach IFRS gehabt haben. Langfristige europäische Unternehmensanleihen erstklassiger Bonität, die als Referenz für den IFRS-Diskontierungssatz für langfristige Rückstellungen dienen, verharrten zum Abschlussstichtag 31. März 2020 auf dem erhöhten Niveau von über 1%. Höhere Zinssätze führen – wie zuvor dargelegt – zu niedrigeren Verpflichtungswerten

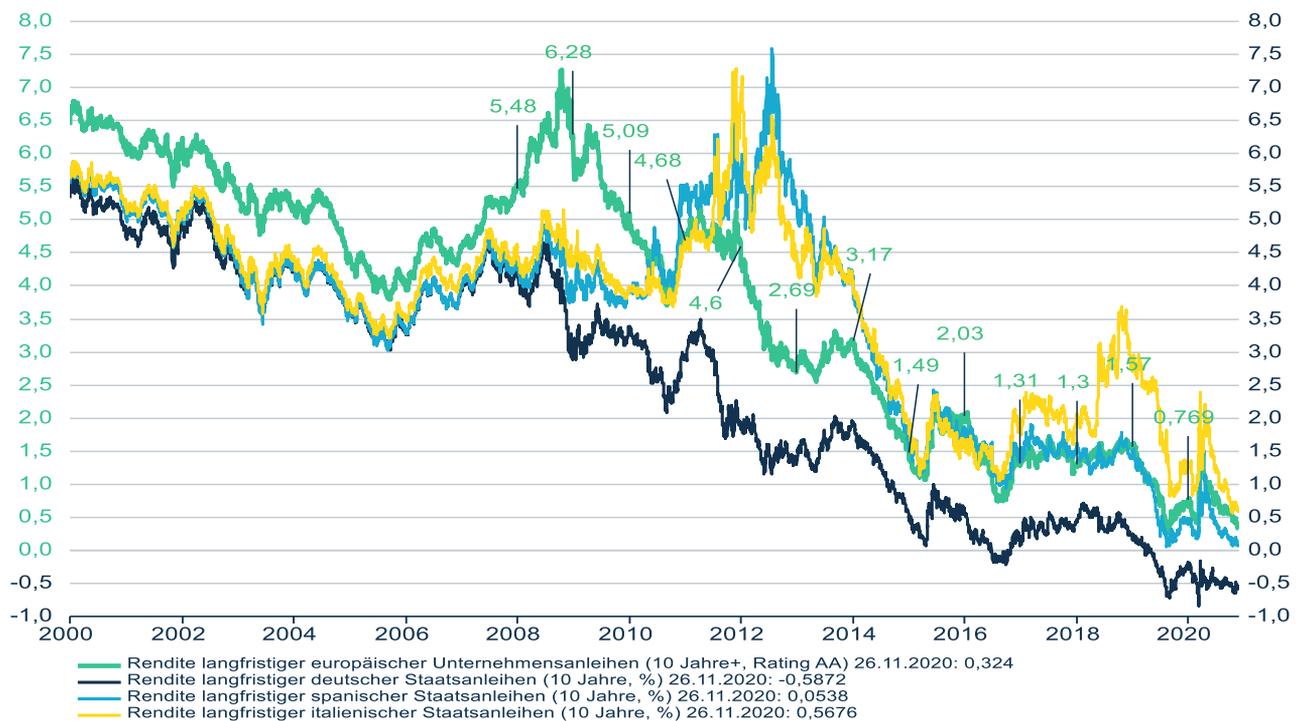
EZB hat ihre ultra-expansive Geldpolitik fest zementiert

In Zeiten niedriger Zinsen muss das Unternehmen höhere Beträge zurückstellen, um die künftigen Pensionszahlungen leisten zu können

und sorgen so für eine Entlastung der Bilanzen (Die Effekte werden dabei als sogenannte versicherungsmathematische Gewinne direkt im Eigenkapital erfasst).

Im Gesamtbild leiden die nach IFRS bilanzierenden Unternehmen jedoch seit Jahren unter einem immer weiter sinkenden Rechnungszins und damit steigenden Pensionslasten. Die Mitarbeiterzahl bzw. das durchschnittliche Alter der Mitarbeiter dürfte sich hingegen nicht so stark verändert haben. Die mögliche Belastung im laufenden Jahr ist noch offen, da die Volatilität am Rentenmarkt stark zugenommen hat. Die Unternehmensanleiherenditen sind jedoch seit Mitte November wieder unter das Vor-Corona-Krisen-Niveau gesunken.

Zinsentwicklung langfristiger Unternehmensanleihen



Refinitiv: iBoxx Euro Corporates AA 10+ (Kennung in Datastream: IBC2A10; verwendete Indexreihen Redemption Yield (RY))
 Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Pensionsberater rechnen mit deutlich sinkenden Zinssätzen im HGB-Bereich

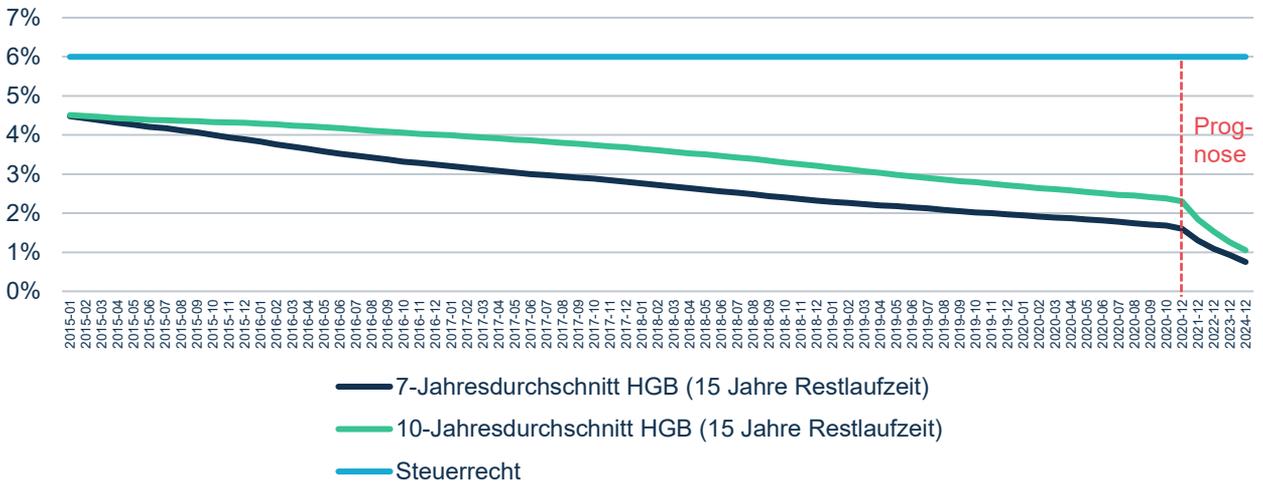
Die Deutsche Bundesbank weist in ihrem Monatsbericht Dezember 2019 (Ertragslage und Finanzungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2018) ebenfalls auf den Anstieg der Altersversorgungsverpflichtungen hin, der in Zusammenhang mit der erneuten Absenkung des Diskontierungzinssatzes sowie einer schwächeren Wertentwicklung der zur Verrechnung gehaltenen Vermögensgegenstände stand. 2018 verminderte sich der Abzinsungzinssatz für die Bewertung von Rückstellungen für Altersversorgungsverpflichtungen, der gemäß Handelsgesetzbuch (HGB) anzuwenden ist, im Vergleich zum Vorjahresende (2017) aufgrund des 10-jährigen Glättungsmechanismus um knapp 0,5 Prozentpunkte. Dies stellte den größten Rückgang des Diskontierungzinssatzes seit dem Jahr 2015 dar, nach welchem der

Gesetzgeber den Stützzeitraum für die Ermittlung des durchschnittlichen Abzinsungszinssatzes von 7 auf 10 Jahre verlängerte. Ein weiterer, wenngleich quantitativ weniger bedeutender Faktor, dürfte die Anwendung neuer Sterbetafeln gewesen sein, welche die gestiegene durchschnittliche Lebenserwartung der aktiven und ehemaligen Betriebsangehörigen berücksichtigen. Insgesamt nahmen die erforderlichen Pensionsrückstellungen und die entsprechenden – die Ertragskraft belastenden – Aufwendungen für Zins und Personal bei deutschen Unternehmen 2018 deutlich zu.

Die Bundesbank veröffentlicht jeden Monat die Zinssätze für die HGB-Bilanzierung. Für die HGB-Bewertung kommt der 7- und 10-Jahres-Durchschnitt des Zinssatzes von Staatsanleihen mit 15-jähriger Restlaufzeit zur Anwendung. Dieser betrug zum 31. Oktober 2020 2,38%. Im Vorjahr waren das noch 2,79%. Da der HGB-Rechnungszins ein Durchschnittszins ist, ist zumindest die kurzfristige Entwicklung gut abschätzbar. Die Heubeck AG, einer der meinungsbildenden Pensionsberater, verwendet für die Hochrechnung der zu erwartenden Zinssätze die ebenfalls monatlich von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Renditen der Euro-Festzinsswaps. Den (laufzeitunabhängigen) Risikoaufschlag leitet Heubeck aus dem Vergleich der Rendite des Indexes „iBoxx Corporates AA“ mit der Rendite der Euro-Festzinsswaps mit gleicher Laufzeit ab. Unter der Annahme, dass die Renditen von Unternehmensanleihen, die letztlich maßgeblich sind für die Höhe der zu verwendenden Zinssätze, auf einem unverändert niedrigen Niveau verbleiben, ist in den kommenden Jahren von weiterhin deutlich sinkenden Zinssätzen für die 15-jährige Restlaufzeit auszugehen.

Die notwendige Anhebung der Rückstellungen verursachte auf der Kostenseite der deutschen Unternehmen zusätzliche Belastungen im Berichtsjahr 2018

Historische Entwicklung der Rechnungszinsen für Pensionsrückstellungen und Prognosen



Methodik: Monatsendstand (Stand: 31.10.2020)
 Anmerkung: Ab dem Prognosezeitpunkt wechselt die Zeitachse (X-Achse) von monatliche zu jährliche
 Bemerkung Deutsche Bundesbank: Berechnung gemäß § 6a Rückstellungsabzinsungsverordnung i.V.m. § 253 Abs. 2 HGB
 Quellen: Deutsche Bundesbank, Heubeck AG, LBBW Research

Biometrische Risiken nicht aus den Augen verlieren

Biometrische Rechnungsgrundlagen

Neben der Zinsentwicklung ist der zweite große Kostenfaktor bei Pensionszusagen das biometrische Risiko. Die Lebenserwartung steigt seit Jahren und stellt einen belastenden Hebel dar. Nach den jüngsten Erhebungen wird ein 2018 geborener Mann 78,48 Jahre alt, eine Frau wird sogar 83,27 Jahre alt. Damit hat sich die Lebenserwartung in den letzten 20 Jahren um 4,44 Jahre für Männer und um 3,0 Jahre für Frauen verlängert.

Da sowohl Pensionsanwartschaften als auch laufende Pensionszahlungen von biometrischen Faktoren abhängen, ist der Erfüllungsbetrag nach anerkannten Regeln der Versicherungsmathematik zu ermitteln. Für die Rechnungsgrundlagen und Risikobewertung erfasst die Versicherungsmathematik eine Reihe von Faktoren (z.B. Beruf, Körpergröße, Gewicht, (Nicht-)Raucher, Vorerkrankung), welche in die statistische Abschätzung biometrischer Risiken und damit (neben Eintrittsalter, Versicherungssumme und Laufzeit) in die zu zahlenden Beiträge einfließen. Für die Risikobewertung des Todes- und Erlebensfalles werden Sterbetafeln verwendet. Die Heubeck-Richttafeln bilden allgemein anerkannte Rechnungsgrundlagen für die Bewertung von Verpflichtungen aus betrieblicher Altersversorgung. Die 2005 G werden ab 20. Juli 2018 durch die Richttafeln 2018 abgelöst. In der Struktur entsprechen die Richttafeln 2018 G im Wesentlichen der der Richttafeln 2005 G.

Die Richttafeln beinhalten Sterbewahrscheinlichkeiten (getrennt nach Aktiven, Invaliden und Rentnern), Invalidisierungswahrscheinlichkeiten, Wahrscheinlichkeiten, beim Tod verheiratet zu sein und das durchschnittliche Alter des Ehegatten beim Tod. Die Wahrscheinlichkeiten sind als einjährige Wahrscheinlichkeiten für jedes Alter, jeden Geburtsjahrgang und beide Geschlechter gelistet. Als Generationentafeln berücksichtigen sie den Geburtsjahrgang, indem auf die Basistafel ein Sterblichkeitstrend angewendet wird.

Auswirkungen der demografischen Entwicklung

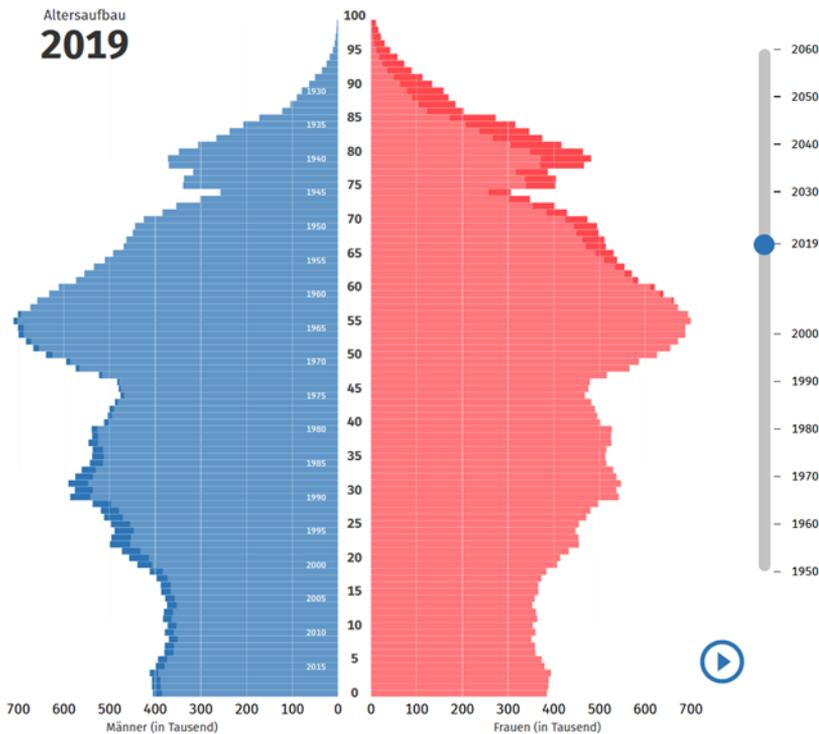
In Deutschland stehen die Rentensysteme vor der Herausforderung der demografischen Alterung der Bevölkerung. Aufgrund des „Pillenknicks“ hat sich die Zahl der Geburten nach 1964 (mit 1,35 Mio. Geburten) grob halbiert (2019: 778 Tsd. Geburten). Die durchschnittliche Zahl der Kinder pro Frau lag 2019 bei 1,54. Damit gehört Deutschland zusammen mit Japan zu den Ländern mit der niedrigsten Geburtenrate in der Welt.

Die Lebenserwartung hat sich in den letzten 20 Jahren um 3-4 Jahre verlängert

Pensionsanwartschaften und laufende Pensionszahlungen von biometrischen Faktoren abhängig

Deutschland hat eine der niedrigsten Geburtenraten der Welt

Bevölkerungspyramide Deutschland



Quelle: Destatis

In Deutschland wird die Zahl der 20 bis 66 Jahre alten Person von 51,8 Mio. 2019 auf 47,8 Mio. im Jahr 2031 fallen, wenn die geburtenstarke 1964er-Generation mit 67 Jahren den regulären Rentenbeginn erreicht. Im Gegenzug erhöht sich die Anzahl der über 6-jährigen Personen von 16,1 Mio. auf 19,4 Mio.

Entsprechend würde sich bis 2060 der Anteil der Rentner an der Gesamtbevölkerung auf 29% erhöhen (von 19% im Jahr 2019) und zeitgleich die Zahl der Personen im erwerbstätigen Alter von 62% 2019 auf 54% 2060 reduzieren. Somit würde auf eine Person im erwerbsfähigen Alter 0,54 Rentner anfallen. Die Zahl der Rentner pro Person im erwerbsfähigen Alter lag dabei 2019 noch bei 0,31. Das bedeutet eine Steigerung um rund 72%. Diese Entwicklung ist allerdings nicht zwangsläufig, sondern kann durch längere Lebensarbeitszeit, eine höhere Geburtenzahl pro Frau, eine größere Erwerbsbeteiligung oder auch stärkere Zuwanderung abgemildert werden. Dennoch dürfte die Belastung der Gesellschaft und der Unternehmen in Deutschland durch die Finanzierung der Altersversorgungssysteme stark steigen. Im Vergleich zu 2020 dürfte bis 2030 die Zahl der Erwerbspersonen um 1,72 Mio. auf 40,8 Mio. zurückgehen und die Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland um 1,4 Mio. auf 39,2 Mio. sinken. Diese Prognose wurde vom Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS) erstellt. Der demografische Wandel steht aber bereits ab dem Jahr 2025 vor einer Intensivierung, wenn sich die ersten Babyboomer in den Ruhestand verabschieden.

Bevölkerungspyramide wird zum Bevölkerungstannenbaum, da auf die Babyboomer ein Geburtenknick folgte

Babyboomer gehen in den nächsten Jahren in Rente

Deutschland: Bevölkerungsentwicklung und Anteil

| Alter | Jahr | 2019 | | 2031 | | 2060 | |
|--|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | Mio. | Anteil | Mio. | Anteil | Mio. | Anteil |
| 67+ | | 16,1 | 19,4% | 19,4 | 23,5% | 21,1 | 29,0% |
| 20-66 | | 51,8 | 62,3% | 47,8 | 57,9% | 39,4 | 54,2% |
| <20 | | 15,3 | 18,4% | 15,3 | 18,5% | 12,2 | 16,8% |
| Insgesamt | | 83,2 | 100% | 82,5 | 100% | 72,7 | 100% |
| Anteil Rentner pro Erwerbstätiger | | 0,31 | | 0,41 | | 0,54 | |

Annahmen: Geburtenhäufigkeit: niedrig (G1), Lebenserwartung: moderat (L2), Wandersaldo: niedrig (W1) (Variante V12 – G1L2W1), Geburtenrate 2060: 1,4 Kinder je Frau, Lebenserwartung bei Geburt 2060: 84,4 Jahre für Jungen, 88,1 Jahre für Mädchen, Durchschnittlicher Wanderungssaldo: 147.000 Personen
Quelle: Destatis

Diese negative Prognose gilt allerdings nicht in dem Ausmaß für Westeuropa oder die Welt, denn hier wird von der UN weiterhin mit einem zum Teil deutlichen Anstieg der Bevölkerung gerechnet. Allerdings gilt auch weltweit der Trend der zunehmenden Alterung, so dass der Anteil der Personen im Rentenalter durch die steigende Lebenserwartung auch in den Ländern steigen dürfte, in denen eine stabile oder steigende Bevölkerungsentwicklung prognostiziert wird.

Weltweit: Bevölkerungsentwicklung (in Mio.)

| Region | Jahr | | Veränderung 2050 ggü. 2020 | 2100 | Veränderung 2100 ggü. 2050 |
|--------------------|---------|---------|----------------------------|----------|----------------------------|
| | 2020 | 2050 | | | |
| Welt | 7.794,8 | 9.735,0 | 24,9% | 10.875,4 | 11,7% |
| Westeuropa | 196,1 | 196,9 | -0,4% | 189,3 | -3,9% |
| Deutschland | 83,8 | 80,1 | -4,4% | 74,7 | -6,7% |

Anmerkung: Medium Variante
Quellen: UN, LBBW Research

Entsprechend dürften u.E. große, international aufgestellte Unternehmen durchaus in der Lage sein, die demografische Entwicklung in Deutschland durch eine höhere Mitarbeiterzahl im Ausland zumindest teilweise zu kompensieren. Schwieriger sieht es für überwiegend in Deutschland tätige Unternehmen aus, was besonders den Mittelstand betreffen dürfte. Diese dürften Schwierigkeiten bekommen, in Deutschland ausreichend qualifizierte Fachkräfte zu bekommen, um den aktuellen Bestand der Mitarbeiterzahlen zu halten. Entsprechend dürfte die Belastung pro Mitarbeiter für die Zahlung der Betriebsrenten für die geburtenstarken Jahrgänge in den nächsten Jahrzehnten stark steigen – nicht zuletzt dadurch, dass die Unternehmen immer weniger personalintensiv werden, die Verpflichtungen jedoch im Unternehmen bleiben.

Während bei der gesetzlichen, umlagefinanzierten Rentenversicherung diese Problematik inzwischen durchaus intensiv in der Öffentlichkeit diskutiert wird, wird diese Problematik u.E. auf der Unternehmensseite noch unzureichend berücksichtigt. In Summe dürfte diese aber genauso stark betroffen sein.

Anteil der Rentner pro Erwerbsperson wird sich um ca. 72% von 0,31 im Jahr 2019 auf 0,54 im Jahr 2060 erhöhen

Überwiegend in Deutschland tätige Unternehmen dürften zunehmend Probleme bekommen, die Beschäftigungszahlen stabil zu halten

Auslagerung von Pensionsverpflichtungen

Ausfinanzierung ja oder nein?

Bei dieser Fragestellung spielen zunächst auch die Bilanzierungskultur und die historische Entwicklung eine wichtige Rolle. In Deutschland war nach dem zweiten Weltkrieg die Bildung von Pensionsrückstellungen der Standard, während in den angelsächsischen Ländern aufgrund der wesentlich stärkeren Kapitalmarkt- und Aktienkultur überwiegend die Auslagerung an externe Institutionen erfolgte. Für die deutschen Unternehmen spielte in der Nachkriegszeit die Finanzierungsfunktion der Pensionsrückstellungen eine wichtige Rolle, da Eigen- wie Fremdkapital in der Wiederaufbauphase nach dem zweiten Weltkrieg knapp waren. In den angelsächsischen Ländern hatte dagegen die Finanzierungsfunktion aufgrund des leichteren Zugangs zu Kapitalmärkten eine deutlich geringere Bedeutung, während dagegen Risikoaspekte für die Zahlung der Betriebsrente eine wichtigere Rolle spielten. Zudem wurden häufig in guten Jahren an der Börse auch attraktive Renditen erwirtschaftet, was die Finanzierung der Pensionsverpflichtungen teilweise sehr erleichterte. Inzwischen sorgten die zunehmende Internationalisierung sowie Vorschriften der Börsensegmente dafür, dass die meisten börsennotierten Unternehmen in Deutschland ihre Bilanzierung auf internationale Standards nach IFRS oder US-GAAP umgestellt haben. Nicht zuletzt aufgrund der Erwartungen internationaler Investoren wurden dann auch die Vorgaben für die Auslagerung der Pensionsrückstellungen übernommen. Allerdings sind u.E. die Argumente für eine komplette Auslagerung gerade in der aktuellen Niedrigzinsphase keinesfalls so zwingend, wie es teilweise in der angelsächsischen Welt dargestellt wird. Daher wollen wir nachfolgend eine Übersicht für die wichtigsten pro- und kontra-Argumente für eine Rückdeckung geben.

Wir betrachten hier nur den Fall einer Direktzusage und der Möglichkeit, über ein CTA (Contractual Trust Arrangement) Vermögen außerhalb der Bilanz für zukünftige Pensionsverpflichtungen zu bilden. Die Argumente gelten allerdings auch analog für die stärker geregelten Anlagen in Pensionskassen, Pensionsfonds oder Unterstützungskassen.

Argumente für eine Ausfinanzierung (Pensionszusagen mit Rückdeckung):

Risikoreduzierung für Unternehmen: Das entscheidende Argument für die Ausfinanzierung ist eine Risikoreduzierung durch externes Pensionsvermögen. Damit können die zukünftigen Zahlungsverpflichtungen durch das externe Pensionsvermögen geleistet werden und belasten damit nicht die zukünftige Bilanz- und Zahlungssituation des Unternehmens. Die Annahme ist hierbei, dass das Unternehmen über viele Jahre hinweg durch regelmäßige Zahlungen und eine kongruente Anlage (gleiche Laufzeit, gleicher Anlagezinssatz wie die Pensionsverpflichtungen) ein entsprechendes Pensionsvermögen aufbauen kann. Aus diesem können dann die Zahlungen in der Altersruhephase geleistet wer-

Die Bildung von Pensionsrückstellungen in Deutschland ist historisch bedingt

Auslagerung der Pensionsverpflichtungen reduziert das Zahlungsrisiko in der Zukunft

den. Damit sind insbesondere konjunkturelle, demografische und biometrische Risiken besser abgedeckt. Wenn z.B. die Pensionszahlungen in einer Konjunkturkrise erfolgen, würde der Finanzmittelbestand des Unternehmens nicht zusätzlich durch die Pensionszahlungen belastet. Ebenso würden sich strukturelle Änderungen wie z.B. eine sinkende Mitarbeiterzahl nicht negativ auswirken (ansonsten müssten immer weniger Mitarbeitende die Pensionslasten aus früheren Zeiten tragen).

Kürzere Bilanzsumme: Bei der Auslagerung von Vermögen für die Pensionsverpflichtungen wird die Bilanzsumme verkürzt, d.h. die entsprechend gedeckten Pensionsverpflichtungen werden nicht in der Bilanz passiviert. Einzig die nicht gedeckten Pensionsverpflichtungen müssen durch Rückstellungen abgedeckt werden (und zumindest müssen Pensionsverpflichtungen solange nicht passiviert werden, bis noch nicht zu Tage getreten ist, dass der geflossene Betrag aus der Versicherung nicht ausreicht, um die Betriebsrenten auch zu bezahlen). Entsprechend fallen wichtige Bilanzrelationen wie EK-Quote, Gesamtkapitalrendite u.a. bei einer Rückdeckung besser aus als bei der Bildung von Pensionsrückstellungen.

Bei einer Auslagerung von Pensionsverpflichtungen wird zwischen einer rein bilanziellen Auslagerung und einer tatsächlichen Verpflichtungsauslagerung unterschieden.

Eine **rein bilanzielle Auslagerung** erfolgt zumeist über ein Contractual Trust Arrangement (CTA), also einer doppelten Treuhand, bei der Vermögen auf einen externen Träger übertragen wird. Wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind, darf in der Handelsbilanz eine Saldierung von Pensionsverpflichtungen und -vermögen erfolgen. In der Steuerbilanz darf keine Saldierung vorgenommen werden. Bei einer **tatsächlichen Verpflichtungsauslagerung**, zum Beispiel an einen Pensionsfonds, kann die Pensionsrückstellung in der Steuerbilanz aufgelöst werden. Allerdings wird die an den Pensionsfonds zu leistende Einmalprämie die Summe der Rückstellung deutlich übersteigen. Dieser übersteigende Betrag darf jedoch ggf. nicht sofort als Betriebsausgabe geltend gemacht werden. Als betriebswirtschaftliches Argument gegen eine tatsächliche Verpflichtungsauslagerung wird der Verlust von vorher im Unternehmen gebundener Liquidität genannt.

Zinsabsicherung durch Anleihen: Wenn ein Unternehmen Anleihen für sein Pensionsvermögen kauft, die eine gleichlange Laufzeit und eine gleichhohe Verzinsung wie die Pensionsverpflichtungen haben (das Unternehmen deckt seine Pensionsverpflichtungen mit Vermögen in der gleichen Laufzeit und Verzinsung), kann es Zinsänderungen am Kapitalmarkt ausgleichen. Eine Zinssenkung würde dann zwar die diskontierten Pensionsverbindlichkeiten über den Diskontierungszins erhöhen, bei entsprechend gleichlang angelegten Kapitalanlagen würde aber ein entsprechender Kursgewinn anfallen (und vice versa). Dann wären die Pensionsverpflichtungen weiterhin komplett mit Kapital unterlegt und das Unternehmen müsste keine zusätzlichen Rückstellungen bilden oder entsprechendes Kapital in das externe Vermögen nachzahlen. Ein praktisches Problem besteht allerdings in der Verfügbarkeit entsprechender Anlagen, da Anleihen mit einer Laufzeit von über 10 Jahren nur in relativ geringem Maße am Kapitalmarkt gehandelt werden, während die durchschnittlichen Pensionsverpflichtungen häufig über 15 Jahre und länger laufen.

Professionelles Management: Unternehmen könnten Pensionsverpflichtungen auch mit eigenem Vermögen, das sie selbst verwalten, de-

Auslagerung führt zur einer Reduzierung der Bilanzsumme und damit zu besseren Bonitätskennzahlen

Zinsänderungsrisiken können über entsprechende langlaufende Anlagen gehedgt werden

cken. Allerdings können sich nur große Unternehmen eine entsprechend professionelle Verwaltung leisten, während dies für kleinere Unternehmen schwieriger bzw. teurer ist. Bei einer Auslagerung können professionelle Vermögensverwalter gewählt werden, die ihre Dienste für mehrere Unternehmen bündeln können.

Als Risiko für die Unternehmen bei der Auslagerung sehen wir insbesondere Niedrigzinsphasen oder Kapitalmarktkrisen, die die Gefahr beinhalten, dass die erwarteten Renditen nicht erwirtschaftet werden, sofern die Mittel nicht kongruent und bonitätsmäßig einwandfrei angelegt wurden (was in der Praxis häufiger vorkommt). Dann muss das Unternehmen doch wieder Mittel für die Pensionsverpflichtungen bereitstellen, denn die letzte Haftung liegt immer beim Unternehmen.

Argumente für die Finanzierung über Pensionsrückstellungen (Pensionszusagen ohne Rückdeckung)

Geringere Abhängigkeit von externen Kreditgebern: Die Finanzierung über Pensionsrückstellungen kann besonders in Zeiten restriktiver Finanzierungsmöglichkeiten für das Unternehmen sehr hilfreich sein. Dies war z.B. in Deutschland in der Aufschwungsphase nach dem zweiten Weltkrieg der Fall oder kann während einer Banken- oder Kapitalmarktkrise eine Rolle spielen. Eine Pensionszusage wirkt dabei faktisch wie ein langfristiger Kredit der Arbeitnehmenden an das Unternehmen. Die Auszahlung erfolgt indirekt durch das um die Pensionsansparrate reduzierte Gehalt, während die Tilgung Jahrzehnte später in der Rentenphase erfolgt. Der große Vorteil für das Unternehmen kann darin liegen, dass dieser Kredit ohne externe Bonitätsprüfung oder Risikoprämie beim Zinssatz erfolgt (sofern sich genügend Mitarbeitende finden). Damit kann die Finanzierung über Pensionsrückstellungen in Phasen schwieriger externer Kreditaufnahme bzw. generell für bonitätsschwache Unternehmen attraktiv sein.

Positive Auswirkung, wenn die interne Rendite stetig über dem externen Kapitalmarktzins liegt: Wenn die Pensionsverpflichtungen als faktisches Darlehen im Unternehmen bleiben, ist dies für das Unternehmen vorteilhaft, wenn die interne Verzinsung über dem Kapitalmarktzins liegt. Dies kann besonders in einer Niedrigzinsphase der Fall sein und dürfte besonders in der aktuellen Negativzinsphase gelten, da der sichere langfristige Kapitalmarktzins bei -0,5% liegt (Rendite 10-jähriger Bundesanleihe). Dies kann aber auch umgekehrt der Fall sein, so lagen in den angelsächsischen Ländern z.B. die Renditen der Pensionsvermögen in Phasen boomender Kapitalmärkte häufig über der internen Rendite der Unternehmen.

Allerdings muss im ersteren Fall auch die Alternative einer Kreditfinanzierung betrachtet werden. Das Unternehmen kann in der Ansparphase einen Kredit aufnehmen, um Pensionsvermögen zu bilden, aus dem dann später die Pensionszahlungen erfolgen. Daher sollte nicht die interne Kapitalrendite, sondern korrekterweise die Kreditkosten für ein hypothetisches Darlehen zur Finanzierung der Auslagerung in ein CTA genommen werden. Der Vorteil der Finanzierung über Pensionsrückstellungen betrifft dann nur die Höhe der Kreditmarge, nicht die gesamte Differenz zwischen der internen Rendite und dem Ertrag eines CTAs.

Bei Kapitalmarktkrisen und hohen Verlusten der Pensionsvermögen haftet letztendlich doch das Unternehmen

Geringere Abhängigkeit von externen Kreditgebern

Finanzierung über Pensionsrückstellungen kann vorteilhaft sein, wenn die interne Rendite über der Kapitalmarktverzinsung liegt

Risiken: Als Risiko sehen wir Konjunktur- und strukturelle Krisen an. In einer Konjunkturkrise sinken normalerweise die Renditen und Finanzzuflüsse. Damit muss das Unternehmen den i.d.R. rückläufigen Cashflow nicht nur für die operativen Erfordernisse, sondern auch weiterhin für die Zahlung der Pensionsverpflichtungen nutzen, was zu Engpässen oder schlimmstenfalls zu einer Insolvenz führen kann.

Bei Strukturänderungen könnte die Mitarbeiterzahl und der Cashflow in der Zukunft stark sinken. Dennoch müssen die Pensionszahlungen für die ehemaligen Mitarbeitenden erwirtschaftet und gezahlt werden, was im Einzelfall schwierig werden kann. Gute Beispiele für dadurch entstehende Probleme sind die Stahlindustrie, Teile des Maschinenbaus oder ganz aktuell die Versorgerbranche, bei denen eine sinkende Mitarbeiterzahl die Lasten der Pensionsverpflichtungen aus der Vergangenheit tragen müssen. Diese Probleme würden bei einem ausgelagerten Vermögen für die Pensionsverpflichtungen nicht entstehen.

Fazit: Beide Varianten kombinieren

Bei einer Beurteilung beider Möglichkeiten steht die „externe Finanzierung heute – Zahlungssicherheit in der Zukunft“ (bei Auslagerung) der „internen Finanzierung heute – Finanzierungsrisiken in der Zukunft“ (bei Rückstellungsbildung) gegenüber.

Wie bereits beschrieben, kann es aber für ein Unternehmen herausfordernd werden, wenn in der Rentenphase hohe Cash-Abflüsse durch die Zahlung der Pensionen erfolgt. Daher dürfte grundsätzlich die Ausfinanzierung (Rückdeckung der Pensionsverpflichtungen durch ein externes Vermögen) zum Zeitpunkt des Entstehens des Anspruchs die sinnvollere Methode bzw. Variante sein, da damit potenzielle zukünftige konjunkturelle Risiken bzw. strukturelle Krisen besser gemanagt und die Zahlungsverpflichtungen für Pensionen durch das externe Planvermögen gedeckt werden können. Ebenso kann durch eine fristenkongruente Kapitalanlage das Zinsänderungsrisiko zumindest bei der Bilanzierung nach IFRS gehedgt werden. Allerdings gibt es auch Situationen, in denen die Innenfinanzierung durch Pensionsrückstellungen Vorteile haben kann. Dies kann in Phasen einer Bankenkrise oder generell schwierigen Refinanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt der Fall sein.

Eine Kombination beider Varianten zeigt sich bei viele Unternehmen als Mittelweg. So werden bei den Dax-Unternehmen aktuell rund 68% der Pensionsverpflichtungen ausgelagert und mit betriebsunabhängigem Vermögen unterlegt, während der Rest intern über Pensionsrückstellungen finanziert wird (dies legen wir im 2. Teil „Pensionsrückstellungen in der Praxis“ dar, welcher demnächst veröffentlicht wird). Damit scheinen die Risiken aus den langfristigen Zahlungsverpflichtungen überschaubar zu sein, so dass die Unternehmen zum Teil auch die Vorteile der Innenfinanzierung nutzen können. Dies erscheint uns ein durchaus sinnvoller Kompromiss zu sein.

Für jeden einzelnen Unternehmensfall hängt die Auslagerungsentscheidung jedoch von unterschiedlichen Einflussfaktoren ab. Diese reichen von den verwendeten Bilanzierungsregelungen, über die Art der Zusage (Rente- oder Kapitalzusage), bis hin zur KPI-Steuerung sowie den festgelegten Credit Covenants und Ratingabhängigkeiten.

Grundsätzlich erscheint die Auslagerung die risikoärmere und damit bessere Methode zu sein

In Phasen schwieriger Refinanzierungsbedingungen kann aber eine Finanzierung über Pensionsrückstellungen durchaus sinnvoll sein

Teil 2 „Pensionsrückstellungen in der Praxis“ folgt demnächst

Ansprechpartner Produktlösungen

Corporate Finance Origination
Anleihen, Schuldscheine, Syndizierte Kredite, Eigenkapitalmaßnahmen
+49 711 127-78746

Corporate Finance Spezial
ABS, Akquisitionsfinanzierung
+49 711 127-49379

Zahlungsverkehrslösungen
SEPA, AZV, Cash-Management, Karten, Konten, E-Commerce
+49 711 127-46565

International Business
Trade and Export Finance, Internationales Netzwerk
+49 6131 64-35830

ZWRM
Zins-, Währungs-, Rohstoffmanagement
+49 711 127-75677

SüdLeasing
Mobilienleasing, Vendorleasing, Fördermittel, Mietkauf
+49 711 127-15152

SüdFactoring
Forderungsankauf, Finanzierung, Debitorenmanagement
+49 711 127-78953

Sustainability Advisory
Green Finance, ESG verknüpfte Finanzierungen
+49 711 127-49610

Vorsorge- und Pensionsmanagement
LBBW Pensionsmanagement GmbH
+49 711 127-42639

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und in Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Redaktion:
Landesbank Baden-Württemberg
Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart