



Märkte & Mehr

Hintergrundinformationen und Analysen von FRANKFURT-TRUST

Ausgabe I 2015

Japanische Verhältnisse

Lektionen für institutionelle Investoren

**Fokus auf Familienunternehmen:
eine Studie der BHF-BANK**

**bAV: Lohnt die Übertragung von
Verpflichtungen auf einen Pensionsfonds?**



Liebe Leserinnen und Leser,

die den Deutschen liebe Tugend der Sparsamkeit ist plötzlich zur Sünde geworden. Mit negativen Zinsen, von den Medien schnell Strafzinsen getauft, soll das faule Geld zum Investieren getragen werden. Die Erfolgsaussichten dieser Politik sind ungewiss, ihre gravierenden Auswirkungen auf Kapitalmärkte und die institutionelle Geldanlage leider aber schon klar. Zugespißt gesagt: Aus dem risikolosen Zins ist ein zinsloses Risiko geworden. An Aktien oder anderen chancen- und risikoreichen Investments führt nun kein Weg mehr vorbei. Doch auch wenn die Europäische Zentralbank sich mehr Risiko wünscht, die Regulierung sorgt umgekehrt dafür, dass die Risikobudgets der meisten institutionellen Anleger knapp bleiben.

Mit diesem Dilemma beschäftigen wir uns natürlich nicht erst in der aktuellen Ausgabe von Märkte & Mehr. Auf Basis unserer Absolute-Return-Strategien bieten wir Lösungen an, die sich nun schon seit Jahren bewährt haben. Das zahlt sich jetzt aus. Denn die üblichen Zielrenditen werden in den nächsten Jahren allein mit Anleihen nicht mehr zu erreichen sein. Dagegen liefert unsere

FT-Absolute-Return-Strategie seit Jahren verlässlich attraktive Renditen und hat die Fat-Tail-Risiken nachweislich reduziert. Entscheidende Erfolgsfaktoren sind die laufende Risikosteuerung und die treffsichere Allokation. Die Strategie können wir flexibel auf unterschiedliche Rahmenbedingungen einstellen. Denn Absolute Return heißt für uns: Wir streben das Risiko-Rendite-Profil an, das Sie uns als Kunde vorgeben. Wenn Sie mehr darüber erfahren möchten, wie wir die notwendigen Erträge erwirtschaften und die Risiken gleichzeitig im Griff haben, besuchen Sie den Workshop von Fondsmanager Dieter Ewald auf dem Institutional Money Kongress am 24. Februar in Frankfurt.

Ich würde mich freuen, Sie dort zu sehen, und wünsche Ihnen viel Spaß beim Lesen,

Ihr

Gerhard Engler



Treffen Sie uns auf dem Institutional Money Kongress bei unserem Workshop „Raus aus der Niedrigzinsfalle mit FT Absolute Return“ am 25. 02. 2015 um 10.30 Uhr

IMPRESSUM

Herausgeber: FRANKFURT-TRUST | Investment-Gesellschaft mbH, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main | V.i.S.d.P.: Dr. Alexander Pivecka | Tel.: 069/92050-221 | E-Mail: alexander.pivecka@frankfurt-trust.de | Redaktionsschluss: 31. Dezember 2014 | Produktion: JDB MEDIA GmbH, Hamburg | Fotos: fotolia (2), FRANKFURT-TRUST (3), iStockphoto (2), PR (3)

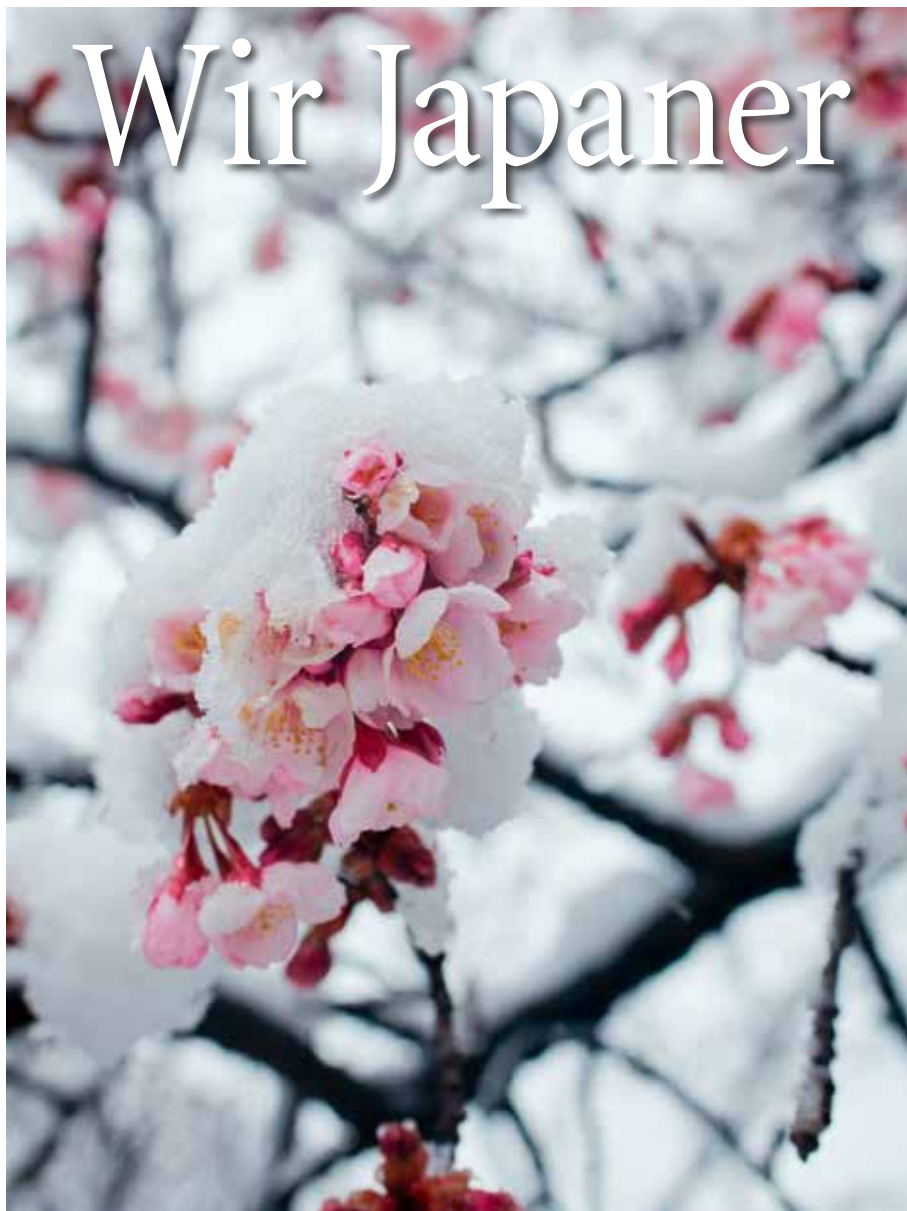
Die Veröffentlichung erfolgt ohne Gewähr; die Haftung ist ausgeschlossen. Die Ausführungen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fonds dar. Alle Rechte sind vorbehalten. Angaben zur Wertentwicklung beinhalten keine Garantie für künftige Entwicklungen. Die aktuellen Verkaufsprospekte zu den Fonds erhalten Sie unter www.frankfurt-trust.de.

Auf einen Blick

- ◆ **Das Problem:** Dem Euroraum drohen japanische Verhältnisse mit schwachem Wachstum, sehr niedrigen Zinsen, hoher Staatsverschuldung und einer ungünstigen demografischen Entwicklung.
- ◆ **Die Folge:** niedrige Erträge bei Renten und starke Schwankungen bei Aktien.
- ◆ **Die Lösung:** taktische Allokationsstrategien und eine globale Diversifizierung der Anlagen.

Autor: Dr. Christoph Kind

In den dunklen Wintermonaten schweifen die Gedanken gerne Richtung Frühling. In Frankfurt ist der Höhepunkt der Frühlingsgefühle erreicht, wenn die Kirschbäume rechts neben dem Opernhaus in voller Blüte stehen. Dann fühlt man sich wie im Ueno-Park in Tokio, wo die Kirschblüte zum Anlass für ein großes Frühlingsfest genommen wird. Wie in Japan fühlt man sich in Frankfurt aber nicht mehr nur während der Kirschblüte. Auch die Europäische Zentralbank (EZB), die gerade ihr neues Domizil im Osten Frankfurts bezogen hat, vermittelt das Gefühl japanischer Verhältnisse. Die Leitzinsen im Euroraum liegen seit September 2014 erstmals auf einem Niveau unterhalb der japanischen. Der Einlagenzinssatz ist negativ. Und für 2015 erwartet die Mehrzahl der Beobachter, dass die EZB in großem Stil Anleihen aufkaufen wird. Sie würde damit eine unkonventionelle geldpolitische Maßnahme umsetzen, die die japanische Zentralbank seit 2001



Kirschblüten im Schnee: Die europäische Wirtschaft erinnert stark an japanische Verhältnisse.

einsetzt. Auch die Begründung der EZB für die sogenannte quantitative Lockerung ähnelt der japanischen Argumentation: Inflationsraten, die unterhalb der Erwartungen liegen und weiter zu fallen drohen.

Abschied von der Bundesbank-Tradition
Mit ihrem Umzug hat sich die EZB nicht nur räumlich noch weiter von der im westlich

gelegenen Stadtteil Dornbusch beheimateten Bundesbank entfernt. Die Dissonanzen waren nie größer. Die Bundesbank steht in der Tradition der erfolgreichen Inflationsbekämpfung und für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik in einer global wettbewerbsfähigen Volkswirtschaft, die durch das traumatische Erlebnis der Hyperinflation nach dem Ersten Weltkrieg geprägt ist. ►

► Fortsetzung von Seite 3

Die EZB dagegen sieht ihre Hauptaufgabe inzwischen im Kampf gegen die Deflation und zeigt keine Scheu im Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen.

In der Silvesterausgabe des Magazins „Time“ von 1965 schrieb Milton Friedman, dessen geldpolitische Theorien das Fundament der Bundesbank-Politik in den Achtziger- und Neunzigerjahren bildeten, den berühmten Satz „We are all Keynesians now“. Er beschrieb damit den Siegeszug der wirtschaftspolitischen Ideen John Maynard Keynes'. Blickt man heutzutage auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte im Euro-Raum, drängt sich eher der Satz „We are all Japanese now“ auf. Anämisches Wachstum, rückläufige Inflationsraten („lowflation“), demografische Probleme und niedrige Zinsen sind schon lange nicht mehr nur ein japanisches Phänomen, sondern Alltag in Europa geworden.

Gerade den Deutschen fällt diese Einsicht schwer. Die Erinnerung an dynamisches Wachstum, auskömmliche Zinsen und ständige Inflationsgefahren sind in der älteren Generation noch allzu präsent. Doch die Parallelen zwischen Japan und Deutschland

sind unübersehbar. In beiden Ländern geschah ein „Wirtschaftswunder“, das exportgetriebenes Wachstum und dauerhafte Leistungsbilanzüberschüsse bescherte. In dieser Phase konnten beide Länder große Vermögenspositionen aufbauen und gehören seitdem zu den reichsten Volkswirtschaften der Welt. Aber die Wunderjahre liegen schon lange zurück, und sie sind einer anderen Realität gewichen.

In der Liquiditätsfalle

Es gibt viele Kritiker der Japan-These. Ihre Argumentation beruht jedoch meist auf einem falschen Verständnis der japanischen Situation. Das häufig verwendete Bild der „Deflationsspirale“ suggeriert eine dauerhafte Abwärtsbewegung, die irgendwann in den Abgrund führt. Die japanische Wirtschaft befindet sich dagegen in einem eigentümlichen Gleichgewichtszustand. Unter Gleichgewicht verstehen Ökonomen einen Zustand mit Beharrungsvermögen. Tatsächlich verharrt die japanische Wirtschaft seit Jahren in einem Zustand mit schwacher Wachstumsdynamik, leichter Deflation und hoher Staatsverschuldung, gerät aber weder in eine Abwärtsspirale noch in eine neue Boomphase. John Maynard Keynes hat

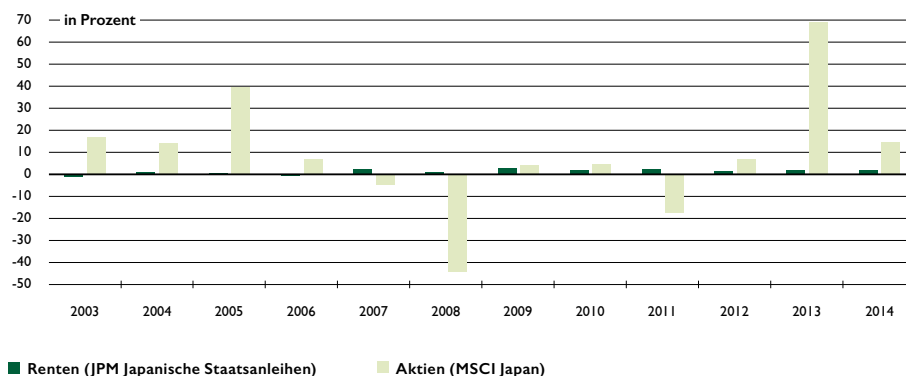
einen solchen Zustand prägnant als Liquiditätsfalle charakterisiert. Schnappt die Falle einmal zu, gibt es kein leichtes Entkommen.

„Aus der Liquiditätsfalle gibt es kein leichtes Entkommen.“

Das deflationäre Gleichgewicht ist kein wünschenswerter Zustand, weil die Wirtschaft unter Potenzial wächst und gängige wirtschaftspolitische Konzepte nicht mehr greifen. Expansive Fiskalpolitik verbietet sich wegen zu hoher Staatsverschuldung, und die konventionelle Leitzinspolitik hat ihre Mittel erschöpft. Zentralbanken intervenieren in einer solchen Situation direkt am Kapitalmarkt. Das hat Auswirkungen auf die langfristigen Zinsen. In Japan fielen die zehnjährigen Renditen schon 1998, also noch vor Beginn der quantitativen Lockerung, unter ein Prozent. Damals hatte die zehnjährige Bundrendite gerade erst die Marke von vier Prozent nach unten durchbrochen. Sieben Jahre später touchierte die Bundrendite die Drei-Prozent-Marke, während der Eurokrise 2011 wurde die Zwei-Prozent-Hürde gerissen, und seit 2014 liegt sie unter einem Prozent.

Der stetige Zinsrückgang hat den Anlegern am Rentenmarkt in den letzten Jahren üppige Erträge beschert. Dennoch verbreitet sich bei institutionellen Anlegern keine Jubelstimmung. Durch niedrigere Zinsen steigen auch die abdiskontierten zukünftigen Verbindlichkeiten. Für viele Versicherer und Versorgungseinrichtungen hat sich so eine schmerzhaft Deckungslücke aufgebaut. Diese Lücke zu schließen erweist sich bei niedrigen laufenden Erträgen und wenig Aussicht auf Kursgewinne bei festverzinslichen

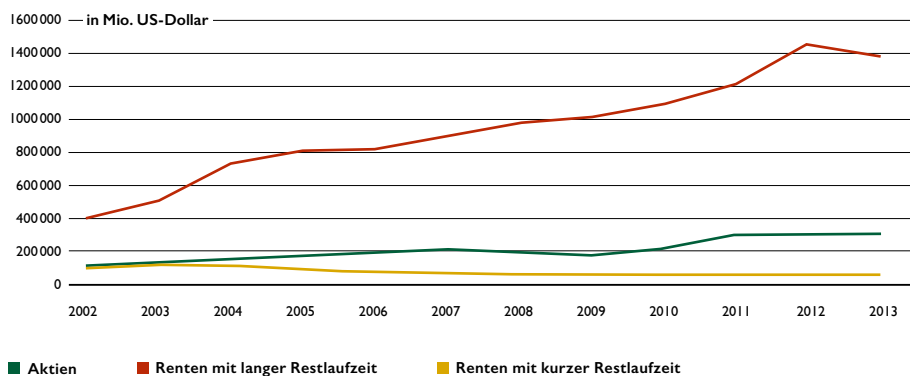
JÄHRLICHE ERTRÄGE JAPANISCHER STAATSANLEIHEN UND AKTIEN



Große Unterschiede: Anders als mit Staatsanleihen, die seit 2003 im Schnitt 1,8 Prozent per annum erzielten, ließen sich mit Aktien hohe Gewinne – aber auch hohe Verluste – einfahren.

Stand: 31.12.2014, Quelle: Datastream

US-WERTPAPIERE, DIE SICH IM BESITZ VON JAPANERN BEFINDEN



Stark steigendes Engagement: Japanische Anleger setzen immer mehr auf das Wachstum und die im Vergleich höheren Zinsen in den USA, um niedrige Zinsen im eigenen Land auszugleichen.

Stand: 01.01.2014, Quelle: U.S. Department of Treasury

Wertpapieren als kaum lösbare Aufgabe. In diesem Umfeld bewegen sich Anleger in Japan aber schon seit vielen Jahren. Es lohnt sich daher, das japanische Beispiel zu studieren, um Lösungen für die Probleme institutioneller Anleger im Euroraum zu finden.

Japanische Lektionen für institutionelle Investoren

Die erste Grafik auf Seite 4 zeigt die jährlichen Erträge aus japanischen Staatsanleihen und japanischen Aktien in den vergangenen zwölf Jahren. Sie zeigt eindrücklich, worauf sich Kapitalanleger im Euroraum einstellen müssen. Die Rentenerträge lagen im Durchschnitt bei 1,8 Prozent jährlich. Das ist angesichts des niedrigen Zinsniveaus erstaunlich viel, reicht aber nicht aus, um die gängigen Ertragsziele zu erreichen. Der Aktienmarkt dagegen verzeichnete im Durchschnitt ein jährliches Plus von mehr als 9,5 Prozent. Allerdings waren die Schwankungen enorm. 2008 schlug mit einem Verlust von 44 Prozent zu Buche, 2013 dagegen legte der Markt um satte 69 Prozent zu.

Welche Lektionen lassen sich daraus lernen? Zunächst einmal gibt es keinen Grund

für Zinspanik. Japanische Staatsanleihen haben in den vergangenen zwölf Jahren verlässliche positive Erträge ohne große Schwankungen generiert. Darüber hinaus zeigt das japanische Beispiel, dass der Aktienmarkt auch in einem deflationären Umfeld genug Performance generieren kann, um Ertragslücken zu schließen. Das Problem ist die enorme Volatilität von Aktien, die angesichts enger Risikobudgets von den Anlegern kaum verkraftet werden kann. Die Lösung sind taktische Allokationsstrategien, die das Risikoprofil der Aktienanlage verbessern. Solche Strategien gehören in das Portfolio jedes institutionellen Anlegers, sind dort aber häufig noch unterrepräsentiert.

Das japanische Beispiel lehrt noch eine andere Lektion. In einem deflationären Umfeld sind Anleger gut beraten, verstärkt in Länder zu investieren, die höheres Wachstum und höhere Zinsen bieten. Aus diesem Grund gehören japanische Anleger zu den wichtigsten Käufern von US-amerikanischen Wertpapieren. In den vergangenen zehn Jahren stieg der Bestand an amerikanischen Staatsanleihen, der von Japanern gehalten wird, um durchschnittlich zehn Prozent pro Jahr (siehe Grafik

links). Noch stärker nahm der Anteil der Aktien zu, der sich im Besitz von Japanern befindet, und zwar um durchschnittlich mehr als zwölf Prozent pro Jahr. Insgesamt hielten Japaner im Jahr 2013 US-amerikanische Wertpapiere in Höhe von 1,76 Billionen US-Dollar. Zum Vergleich: Der Wert von US-Wertpapieren, die von Deutschen gehalten werden, beträgt lediglich 264 Milliarden US-Dollar.

„Durch Allokation verbessert sich das Risikoprofil der Aktienanlage.“

Veränderte Verhältnisse für Anleger

Obwohl die aktuellen Schlagzeilen zu Japan negativ sind (technische Rezession, Neuwahlen), zeigt ein Blick auf die Wachstums- und Inflationsprognosen für 2015, dass Japan das deflationäre Gleichgewicht nach fast zwanzig Jahren wohl verlassen wird. Mit einem Wachstum von 1,3 Prozent und einer Inflationsrate von 1,7 Prozent stellt man den Euroraum deutlich in den Schatten. Es gibt durchaus Hoffnung, dass Europa aus der japanischen Misere gelernt hat und weniger als zwei Dekaden braucht, um sich aus der Deflation zu befreien. Auf mittlere Sicht sollten sich Anleger aber auf eine neue Welt einstellen, in welcher der Euroraum jene Symptome zeigt, die Japan inzwischen erfolgreich überwunden zu haben scheint.



Dr. Christoph Kind,
Leiter Asset-Allocation
Fondsmanagement
FRANKFURT-TRUST



Familienunternehmen im Fokus

Unternehmensnachfolge: Die Einheit von Eigentum und Führung ist ein wesentliches Merkmal von Familienunternehmen.

Auf einen Blick

- ◆ Innovative **mittelständische Familienunternehmen** haben eine **hohe Bedeutung** in vielen Volkswirtschaften.
- ◆ Ein **Scoring-Verfahren** identifiziert **aussichtsreiche Investments**.
- ◆ **Konsumnahe und Software-Unternehmen** gehören zu den Spitzenwerten.
- ◆ Auch der FT Unternehmer Werte setzt auf **erfolgreiche Familienunternehmen**.

Autor: Winfried Becker

Im Ausland wird Deutschland oft für seine innovativen mittelständischen Familienunternehmen bewundert. Aber auch in den USA und Großbritannien sowie anderen kontinentaleuropäischen Ländern hat dieser Unternehmenstyp eine hohe Bedeutung für die jeweiligen Volkswirtschaften und die Kapitalmärkte. Die BHF-BANK hat in einer Studie europäische Familienunternehmen als mögliche Investments untersucht. Die Bewertung erfolgt mithilfe eines selbst entwickelten Scoring-Modells.

Im Fokus der Studie stehen europäische börsennotierte Familienunternehmen. Als Ausgangspunkt für unsere Analyse haben wir die drei Indizes Stoxx Europe 600, CDax und Gex mit insgesamt 1.111 Aktien ausgewählt. In einem dreistufigen Selekti-

onsprozess filterten wir aus dieser Grundgesamtheit eine Shortlist von 79 Unternehmen heraus. Diese Unternehmen haben wir dann mithilfe eines selbst entwickelten, sechs Kriterien umfassenden Scoring-Modells bewertet. Unsere Analyse basiert nicht für jedes Unternehmen auf einer detaillierten Fundamentalanalyse. Der Datenstand der Studie ist der 10. September 2014.

Selbst entwickeltes Scoring-Modell

Eine einzige, allgemeingültige Erfolgsstrategie konnten wir nicht identifizieren. Ein wesentliches Merkmal von Familienunternehmen ist aber die Einheit von Eigentum und Führung. Damit sind diese Unternehmen nicht dem „Principal-Agent-Konflikt“ ausgesetzt. Im Rahmen dieser Studie haben wir die nachfolgende Definition verwendet: Die Mitglieder der Gründerfamilie oder

deren Nachfahren

- halten direkt oder indirekt mindestens 25 Prozent am stimmberechtigten Kapital,
- arbeiten aktiv in der Unternehmensführung mit und
- sind aktiv in einem Kontrollgremium vertreten.

Zwei dieser drei Kriterien müssen erfüllt sein, damit es sich im Sinne der Studie um ein Familienunternehmen handelt. Entscheidend für den Erfolg eines Familienunternehmens sind aus unserer Sicht ein langfristiges Umsatzwachstum, eine nachhaltig hohe Ertragskraft, eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung sowie der Fokus auf die Innovationskraft. Zu den besonderen Risiken zählen wir unter anderem die generationenübergreifende Nachfolgeregelung.

„Die Unternehmen haben die Folgen der Lehman-Krise gut gemeistert.“

Nach einer sorgfältigen Analyse haben wir die nachfolgenden sechs Kriterien für unser Scoring-Verfahren ausgewählt: das Umsatzwachstum, die Eigenkapitalquote (EK-Quote), die EBIT-Marge, die Cash Conversion Rate, das Net Gearing und die KGV-Bewertung. Für jedes Kriterium haben wir für alle Unternehmen eine detaillierte Auswertung durchgeführt (unter anderem CAGR, Mittelwert, Median) und für die Ergebnisse Punkte vergeben auf einer Skala, die von eins bis zehn Punkten reicht. Jeder Punkt steht für das entsprechende Quantil in der Häufigkeitsverteilung. Wenn also zum Beispiel das Umsatzwachstum eines Unternehmens in den oberen zehn Prozent aller betrachteten Unternehmen liegt, dann erhält das Unternehmen in der Kategorie Umsatzwachstum zehn Punkte.

Umsatzwachstum

Mit der Umsatzentwicklung wird unter anderem das Wachstum eines Unternehmens, aber auch das zyklische Risiko näher betrachtet. Auf Basis der für die Jahre 2009 bis 2015E errechneten CAGR-Werte ergibt sich für die Gesamtheit aller 79 Unternehmen ein jährliches durchschnittliches Wachstum von sieben Prozent. Der Medianwert liegt bei 11,3 Prozent, was auf eine große Streuung hindeutet. Acht Unternehmen erreichen hier die maximale Punktzahl. Darunter sind mit Dufry (Schweiz), Sports Direct (Großbritannien) und Hermès (Frankreich) drei konsumnahe Werte.

Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalquote liefert Aussagen über die Finanzierungsstruktur beziehungsweise die Finanzkraft eines Unternehmens. Der Medianwert 2009–2015E liegt mit 42,1 Prozent auf einem sehr soliden Niveau. Die Bandbreite reicht von kritischen 13,3 Prozent für die italienische Fiat S.p.A. bis zu weit überdurchschnittlichen 82,3 Prozent für die schweizerische Swatch Group. Auch bei der Eigenkapitalquote sind konsumnahe Unternehmen überdurchschnittlich in der Spitzengruppe vertreten: Swatch: 82,3 Pro-

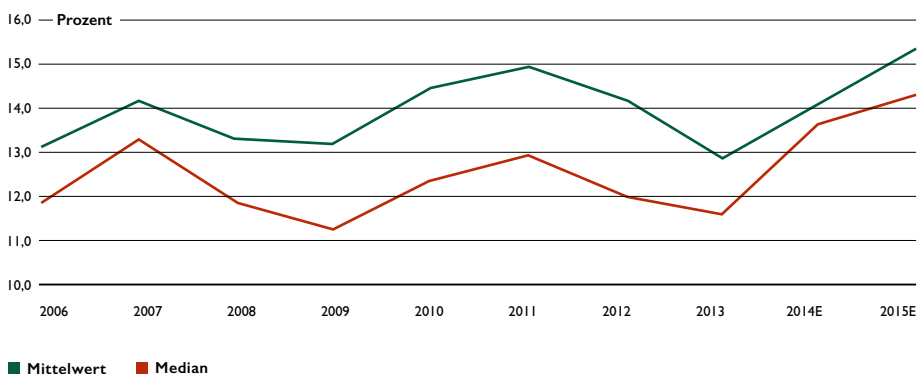
zent; Fielmann: 75,1 Prozent; H&M: 73,6 Prozent. Eine hohe EK-Quote deutet teilweise auf eine hohe Gewinnthesaurierung hin und kann zulasten der Dividendenzahlungen (etwa bei Swatch oder Grifols) gehen. Unternehmen, die trotz hoher EK-Quote hohe Ausschüttungen aufweisen, sind beispielsweise Hennes & Mauritz, Fielmann oder Rational.

EBIT-Marge

Die Messung der Ertragskraft wird mit der EBIT-Marge vorgenommen. Dabei werden Unterschiede in der Kapitalstruktur und der Besteuerung ausgeblendet. Der Medianwert liegt bei 12,3 Prozent, die Spannweite reicht von hervorragenden 49,1 Prozent (Antofagasta, Großbritannien) bis zu mageren 1,1 Prozent für die deutsche Metro. Die Unternehmen haben die Folgen der Lehman-Krise aus dem Jahr 2008 im Allgemeinen gut gemeistert.

Wie die Grafik zeigt, konnten 2007 Spitzenwerte von 14,2 Prozent (Mittelwert) beziehungsweise 13,3 Prozent (Medianwert) erreicht werden. Zwei Jahre mussten die Unternehmen gegen den Margenverfall ankämpfen, offenbar erfolgreich, denn ▶

ENTWICKLUNG DER EBIT-MARGEN



Messung der Ertragskraft: Die Unternehmen haben erfolgreich gegen den Margenverfall nach der Finanzkrise angekämpft.

Quelle: FactSet, BHF-BANK

► Fortsetzung von Seite 7

Die 15 erfolgreichsten Familienunternehmen nach Punkten

Lfd. Nr.	Ticker	Unternehmen	Umsatzwachstum	EK-Quote	EBIT-Marge	Cash Conversion	Net Gearing (x)	KGV-Bewertung	Summe
1	RSTA-DE	RIB Software AG	10	10	10	7	10	3	50
2	NEM-DE	Nemetschek AG	7	8	8	8	9	7	47
3	OIBC-DE	XING AG	10	7	9	10	10	1	47
4	UHR-CH	Swatch Group LTD. Bearer	9	10	9	2	8	7	45
5	WAC-DE	Wacker Neuson SE	9	10	4	7	6	9	45
6	DSY-FR	Dassault Systèmes SA	9	8	9	7	10	1	44
7	ANTO-GB	Antofagasta plc	9	8	10	2	8	6	43
8	FRES-GB	Fresnillo PLC	9	9	10	5	9	1	43
9	TEN-IT	Tenaris S.A.	5	9	9	5	7	8	43
10	HM.B-SE	Hennes & Mauritz AB Class B	7	10	8	4	9	4	42
11	RMS-FR	Hermès International SCA	10	10	10	2	9	1	42
12	ITX-ES	Industria de Diseno Textil S.A.	7	9	8	6	9	3	42
13	RAA-DE	RATIONAL AG	7	10	10	2	10	3	42
14	BB-FR	Société BIC SA	3	9	9	5	8	8	42
15	S92-DE	SMA Solar Technology AG	1	8	6	6	10	10	41
		Median (Gesamt)	5	5	5	5	6	6	32

Quelle: FactSet, BHF-BANK

mit weiterhin zweistelligen Margen war der Fall gar nicht so tief. Zwei Jahre dauerte es, um wieder das Vorkrisenniveau zu erreichen. Gemessen am Mittelwert wurde mit 14,9 Prozent sogar ein neuer Spitzenwert erreicht.

Cash Conversion Rate

Die Kennzahl ist definiert als operativer Cashflow / EBIT. Idealtypisch wird damit gezeigt, wie viel Prozent des erwirtschafteten Ergebnisses als Liquidität im Unternehmen ankommt. Der Medianwert für die gesamte Auswahl liegt bei genau 1,0. Die besten Werte erreichen mit jeweils 3,1 (Median) Mediaset (Italien) und Bouygues (Frankreich). Bouygues profitiert dabei von im Großanlagenbau oft üblichen

Anzahlungen. Mit einem Median von 2,7 liegt die Metro ebenfalls im Vordergrund.

Net Gearing

Diese Kennzahl ist definiert als das Verhältnis von Nettoverschuldung zum Eigenkapital. Von den 79 Unternehmen haben 46 eine Nettoschuldenposition und 33 eine Nettoliquiditätsposition (Stand: 10. September 2014). Unmittelbar nach der Finanzkrise 2008 haben die Unternehmen ihre Abhängigkeit von den Banken reduziert und die Verschuldung zurückgeführt. Allerdings war dieser Strategiewechsel nicht nachhaltig. In der Einzelauswertung steht XING mit einem Median von -1,14 an erster Stelle, gefolgt von CTS Eventim (-0,76) und Beiersdorf

(-0,63). Branchenspezifische Schwerpunkte waren nicht auszumachen.

KGV-Bewertung

Mit dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) fließt die Bewertung in die Analyse ein. Unternehmen aus kapitalintensiven und zyklischen Branchen haben eine vergleichsweise niedrige Bewertung. Die Bandbreite reicht von 57,9 für Lundin (Schweden) bis 8,0 für VW (Deutschland). Bei SMA Solar ist die niedrige Bewertung von 9,0 unseres Erachtens gerechtfertigt, wie die jüngste Gewinnwarnung des Unternehmens gezeigt hat.

Die Tabelle auf dieser Seite stellt die nach unserem Scoring-Modell 15 attraktivsten europäischen Familienunternehmen im Überblick dar. Ein deutsches Unternehmen steht an der Spitze: Die RIB Software AG erreicht mit 50 Punkten 83 Prozent von zu erreichenden 60 Punkten. RIB überzeugt vor allem mit einer sehr soliden EK-Quote, einem dynamischen Umsatzwachstum und einer Nettoliquiditätsposition. Aktuell ist die Marktkapitalisierung von RIB unter die 500-Millionen-Euro-Marke gefallen. Generell führen Software/IT-Unternehmen (RIB, Nemetschek, Dassault Systèmes) die Hitliste an. Konsumnahe Unternehmen (Swatch, H&M, Hermès, Inditex) sind in der Spitzengruppe ebenfalls überdurchschnittlich vertreten. Mit dem FT Unternehmerwerte bietet FRANKFURT-TRUST einen erfolgreichen Fonds an, der, unabhängig von dem Scoring-Modell der BHF-BANK, in attraktive Familienunternehmen investiert.



Winfried Becker,
Financial Markets
Research
BHF-BANK



Pensionsfonds: langfristig grundsätzlich positiv für Finanz-, Vermögens- und Ertragslage.

Auf einen Blick

- ◆ Der Trend zur **Übertragung** bestehender Systeme **der bAV auf externe Versorgungssysteme** ist weiterhin intakt.
- ◆ Eine **langfristige** Wirtschaftlichkeitsbetrachtung belegt die **positiven Einflüsse einer Übertragung**.
- ◆ Die **Auswirkungen einer Neuordnung** sollten anhand maßgeschneiderter integrierter Planungsrechnungen **ermittelt werden**.

Autoren: Christian Freiherr von Buddenbrock,
Sebastian Zajons, Christian Storck

In der jüngeren Vergangenheit lässt sich ein Trend beobachten, bestehende Systeme der betrieblichen Altersversorgung (bAV) im Rahmen einer Neuordnung auf externe Versorgungsträger, insbesondere den Pensionsfonds, zu überführen. Eine derartige Neuordnung beeinflusst sowohl die Finanz-, als auch die Vermögens- und die Ertragslage des übertragenden Unternehmens. Neben den mit einer derartigen Neuordnung verbundenen grundsätzlichen Zielsetzungen des übertragenden Unternehmens bestehen somit weitere betriebswirtschaftliche Entscheidungsparameter, die es bereits im Vorfeld einer Neuordnung zu untersuchen gilt.

Bei der Betrachtung dieser Entscheidungsparameter ist zwischen den kurzfris-

tigen, zeitpunktbezogenen Auswirkungen im Geschäftsjahr der Neuordnung und den langfristigen, zeitraumbezogenen wirtschaftlichen Auswirkungen zu unterscheiden.

Im Folgenden werden die wesentlichen wirtschaftlichen Auswirkungen auf ausgewählte betriebswirtschaftliche Entscheidungsparameter anhand der Übertragung des passivierten Past Service (der bereits erdienten Anwartschaften bzw. -verpflichtungen in der bAV; nachfolgend einheitlich „Versorgungsverpflichtungen“) eines idealtypischen Unternehmens auf einen Pensionsfonds dargestellt. Betrachtet werden hierzu die Entscheidungsparameter „Jahresüberschuss“, „Liquiditätslage“ sowie „Eigenkapitalquote“. Für Darstellungszwecke erfolgt die Übertragung auf den Pensionsfonds annahmegemäß zum Geschäftsjahresende unter Verwendung der freien Liquidität ►

► Fortsetzung von Seite 9

des neuordnenden Unternehmens. Eine Betrachtung der Einflüsse einer künftigen Passivierung von Pensionsrückstellungen aufgrund des weiteren Hinzuerdienens von Versorgungsanwartschaften durch aktive Anwärter erfolgt vereinfachend nicht, da sich durch die Neuordnung gegenüber dem Status quo keine weiteren wirtschaftlichen Auswirkungen ergeben. Der künftige Ausweis einer Pensionsrückstellung kann beispielsweise über die zusätzliche Verwendung einer Treuhandlösung („Contractual Trust Arrangement“) verhindert werden.

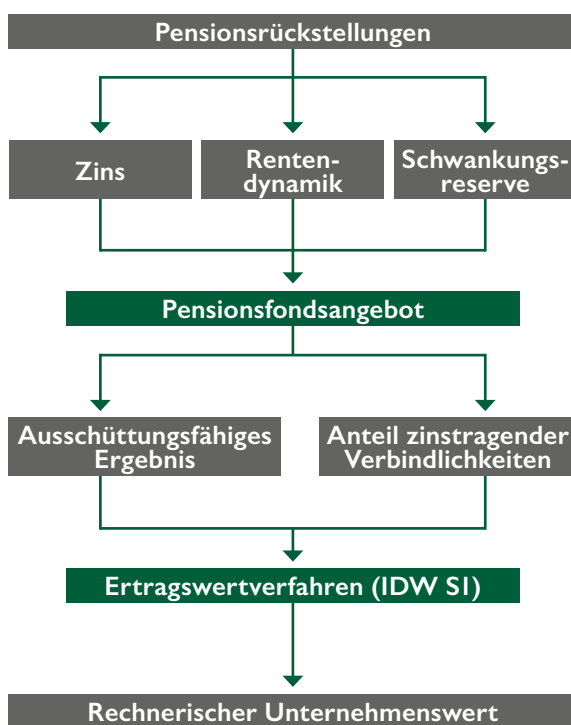
Jahresüberschuss erhöht sich langfristig
Aufgrund der Übertragung der Versorgungsverpflichtungen auf den Pensionsfonds entfällt handelsrechtlich im Geschäftsjahr der Neuordnung der Grund für die Passivierung der korrespondierenden Pensionsrückstellung, sodass diese in der Folge erfolgswirksam aufzulösen ist. Dem gegenüber erfolgt die Dotierung des Pensionsfonds aufwandswirksam in Höhe des Einmalbeitrags, sodass sich der Jahresüberschuss im Geschäftsjahr der Übertragung in Höhe des Differenzbetrags reduziert – angenommen, der an den Pensionsfonds zu leistende Einmalbeitrag übersteigt die aufzulösende Pensionsrückstellung.

In den folgenden Geschäftsjahren entfallen die auf die übertragenen Versorgungsverpflichtungen entfallenden Pensionsaufwendungen sowie die auf die aufgelöste Pensionsrückstellung entfallenden Zinsaufwendungen, sodass es langfristig zu einer Erhöhung des Jahresüberschusses kommt.

Sofern aufgrund einer künftigen Unterdeckung des Pensionsfonds Nachbeiträge an diesen zu leisten wären, würden diese aufwandswirksam den Jahresüberschuss entsprechend mindern. Es hat sich jedoch gezeigt, dass es durch die Übertragung von Versorgungsverpflichtungen auf einen Pensionsfonds langfristig zu einer Erhöhung des Jahresüberschusses kommt, da unter anderem die positiven Effekte aus dem reduzierten Pensions- und Zinsaufwand in der Summe den zusätzlichen Aufwand aus möglichen Nachbeiträgen übersteigen.

Langfristige Liquiditätsentlastung
Üblicherweise erfolgt die Dotierung des Pensionsfonds aus liquiden Mitteln, wodurch es im Geschäftsjahr der Neuordnung zu einer Reduzierung des Kassenbestands des

BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHE AUSGABEN PENSIONS-RÜCKSTELLUNGEN IM KONTEXT DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG



Einflussfaktoren auf die Höhe des Einmalbeitrags sowie der Nachbeiträge, die der Pensionsfonds zur Übernahme der Versorgungsverpflichtung eines Arbeitgebers in seiner Angebotskalkulation berücksichtigt

Einflussfaktoren auf die Höhe des Unternehmenswerts, wie er sich rechnerisch bei Anwendung des Ertragswertverfahrens im Sinne des Standards I des Instituts für Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW S1) ergibt

Aufgrund des erheblichen Einflusses insbesondere der Höhe der ausschüttungsfähigen Ergebnisse sowie der Kapitalstruktur auf den Wert eines Unternehmens, wie er sich nach dem Ertragswertverfahren errechnet, ist der Behandlung von Pensionsrückstellungen im Kontext von Unternehmensbewertungen besondere Bedeutung beizumessen

Quelle: Beiten Burkhardt

neuordnenden Unternehmens in Höhe des Einmalbeitrags kommt. Die Finanzierung des Einmalbeitrags erfolgt in der Regel im Wege der Innenfinanzierung. Dabei werden beispielsweise nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände in einem ersten Schritt liquidiert, um in einem zweiten Schritt die so frei werdenden liquiden Mittel zur Dotierung des Pensionsfonds zu verwenden. Zusätzlich ist der den Ertrag aus der Auflösung der Pensionsrückstellung übersteigende Mehraufwand aus dem höheren Einmalbeitrag gemäß § 4 e Abs. 3 S. 1 EStG steuerrechtlich nicht sofort in voller Höhe, sondern lediglich in den auf das Geschäftsjahr der Neuordnung folgenden zehn Geschäftsjahren pro rata temporis als Betriebsausgabe abziehbar. Hierdurch ergibt sich im Geschäftsjahr der Neuordnung eine zusätzliche steuerinduzierte Liquiditätsbelastung.

„Die Nutzung eines Pensionsfonds führt zu geringerem Verwaltungsaufwand.“

In den Folgejahren führt der erhöhte Betriebsausgabenabzug zu einer Liquiditätsentlastung. Zusätzlich sind die mit den übertragenen Versorgungsverpflichtungen verbundenen Rentenzahlungen nicht länger durch das neuordnende Unternehmen, sondern den Pensionsfonds zu leisten, wodurch es zu einer Entlastung der Liquiditätslage kommt. Darüber hinaus führt die Nutzung des Pensionsfonds insbesondere bei größeren Versorgungskollektiven zu einer Reduzierung der Organisationsaufwendungen im Rahmen der Rentneradministration, verbunden mit einem weiteren positiven Liquiditätseffekt. Abschließend hat sich gezeigt, dass es durch die Übertragung von Versorgungsverpflichtungen auf einen Pensionsfonds langfristig zu einer Verbesserung der

Liquiditätslage kommt, da die positiven Effekte aus den entfallenden Rentenzahlungen, den entfallenden Organisationsaufwendungen sowie den aufgrund der Nutzung eines Pensionsfonds um 80 Prozent reduzierten Beiträgen zum Pensionsversicherungsverein in der Summe die zusätzliche Liquiditätsbelastung aus möglichen Nachbeiträgen übersteigen.

Höhere Eigenkapitalquote unter anderem durch Bilanzverkürzung

Die Übertragung von Versorgungsverpflichtungen auf den Pensionsfonds führt im Geschäftsjahr der Neuordnung zu einer Bilanzverkürzung, die grundsätzlich zu einer Erhöhung der Eigenkapitalquote führt. Wie voranstehend erläutert, kommt es im Geschäftsjahr der Neuordnung zu einer zusätzlichen Belastung des Jahresüberschusses, die in diesem Jahr dem positiven Effekt auf die Eigenkapitalquote gegenübersteht. In den folgenden Geschäftsjahren führen die voranstehend dargestellten Auswirkungen auf den Jahresüberschuss grundsätzlich zu einer Stärkung des Eigenkapitals sowie einer Erhöhung der Eigenkapitalquote, sofern die erhöhten Jahresüberschüsse thesauriert werden.

Zusammenfassung

Es lässt sich abschließend festhalten, dass die Übertragung von Versorgungsverpflichtungen auf einen Pensionsfonds kurzfristig im Geschäftsjahr der Übertragung zu einer zusätzlichen Belastung auf die voranstehend betrachteten betriebswirtschaftlichen Entscheidungsparameter führt. Demgegenüber konnte gezeigt werden, dass eine derartige Neuordnung langfristig grundsätzlich zu positiven Einflüssen auf diese Entscheidungsparameter führt. Eine ausschließlich kurzfristige Betrachtung der wirtschaftlichen Auswirkungen einer Neuordnung für Zwecke der Entscheidung für oder gegen eine Neuordnung führt daher unter dem Gesichtspunkt der Unternehmensfortfüh-

rung zu einer unvollständigen Wirtschaftlichkeitsbetrachtung. In der Praxis bedient man sich daher im Rahmen der Entscheidungsfindung regelmäßig integrierter Planungsrechnungen des betrachteten Unternehmens, die maßgeschneidert auf die individuellen Bedürfnisse des Unternehmens und die beabsichtigte Neuordnungsvariante angepasst werden. Aufgrund der komplexen Interdependenzen der mit einer Neuordnung verbundenen betriebswirtschaftlichen Auswirkungen sowie der individuellen Situation des jeweils betrachteten Unternehmens ist eine abschließende Aussage der Vor- beziehungsweise Nachteilhaftigkeit der Nutzung eines Pensionsfonds jedoch stets einer Einzelfallbetrachtung vorbehalten.

Christian Freiherr
von Buddenbrock
Rechtsanwalt
BEITEN BURKHARDT



Sebastian Zajons
Steuerberater
BEITEN BURKHARDT



Christian Storck
Leiter Pensionslösungen
FRANKFURT-TRUST



FRANKFURT-TRUST-Strategien im Überblick

Performance und Outperformance vor Kosten*

Fonds	1 Jahr		3 Jahre		5 Jahre		10 Jahre	
	absolut	relativ	absolut	relativ	absolut	relativ	absolut	relativ
Absolute-Return-Strategien								
Absolute Return Ausgewogen Aktien, Anleihen, Geldmarkt, optionale Wertuntergrenze	7,8	2,8	27,0	11,2	29,5	1,9	---	---
Absolute Return Dynamisch Aktien, Geldmarkt, optionale Wertuntergrenze	7,1	2,1	32,1	16,3	48,7	21,1	131,9	69,0
Alpha EMU ⁽¹⁾ Aktien marktneutral EMU	-3,9	-6,1	4,5	-2,7	26,5	12,5	---	---
Alpha Europa ⁽¹⁾ Aktien marktneutral Europa	5,4	3,1	18,8	11,6	35,7	21,6	---	---
Aktien-Strategien								
BMR+ Aktien Europa quantitativ	12,8	5,6	69,5	16,5	77,6	21,5	140,0	57,9
UnternehmerWerte Aktien Europa, Familienunternehmen	1,7	-5,5	69,8	16,8	77,2	21,1	---	---
Emerging ConsumerDemand ⁽²⁾ Aktien Emerging Markets / Welt, Konsumwerte	6,9	-4,5	36,1	15,2	---	---	---	---
Asset-Allocation-Strategien								
Flexible Allocation Vermögensverwaltend, mit flexibler Aktienquote	10,4	7,5	40,6	23,4	61,8	44,0	---	---
Total Return Vermögensverwaltend, Erzielung stabiler Erträge	6,9	4,8	20,3	13,7	29,2	16,9	---	---
Fixed-Income-Strategien								
EuroGovernments Euro-Staatsanleihen, mittlere Laufzeit	3,9	1,9	13,5	10,6	14,4	3,2	---	---
EuroCorporates Euro-Unternehmensanleihen	9,9	1,6	29,2	3,9	40,1	6,1	65,5	9,4

* Performance vor Kosten in % / aktive Performance vor Kosten gegenüber Benchmark in %. Quelle: FRANKFURT-TRUST, Angaben per 31.12. 2014
⁽¹⁾ Zahlen vor 31.07. 2010 beruhen auf einem Backtest, ⁽²⁾ Auflage am 20.06. 2011