

## Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2015

*Die Ertragskraft der nichtfinanziellen Unternehmen veränderte sich zwischen 2014 und 2015 in der Grundtendenz praktisch nicht. Angesichts der weiterhin günstigen Konjunktur profitierten die Firmen von einem soliden Umsatzwachstum, und die Preisermäßigungen beim Wareneinkauf konnten den vom Faktor Arbeit ausgehenden Kostendruck zu einem guten Teil ausgleichen. Dass die Personalkosten erneut relativ kräftig stiegen, lag an der weiteren Aufstockung der Belegschaften und höheren Löhnen. In den handelsrechtlichen Einzelabschlüssen kam bei Unternehmen mit Pensionsverpflichtungen oder langfristigen Lasten hinzu, dass Rückstellungen durch die Verringerung des maßgeblichen Diskontierungszinses erheblich aufzustocken waren. Schließlich dämpften auch Sondereffekte bei einzelnen Großunternehmen die aggregierte Rentabilität.*

*Die Erhöhung der langfristigen Rückstellungen trug entscheidend dazu bei, dass die Fremdmittel des nichtfinanziellen Unternehmenssektors 2015 im Gleichschritt mit den Eigenmitteln zunahmen. Davon abgesehen setzte sich der Trend zur Eigenkapitalstärkung fort. So erhöhte sich die Eigenmittelquote der Unternehmen ohne Pensionsrückstellungen weiter deutlich, und bei den Unternehmen mit Pensionsrückstellungen ging die Eigenmittelquote nur deshalb zurück, weil rückstellungsbedingt die Fremdmittel stärker als die Eigenmittel stiegen. Die schrittweise Anpassung der Rückstellungen an das Niedrigzinsumfeld, die von den handelsrechtlichen Vorschriften vorgegeben sind, werden noch einige Jahre für sich genommen die Erträge mindern und die Fremdmittel erhöhen. Eine Ausnahme davon ist das laufende Jahr, in dem es als Folge der Verlängerung des Stützzeitraums zur Berechnung des Diskontierungssatzes zu gegenläufigen Bewegungen kommt. Angesichts der insgesamt soliden Ertragskraft und gefestigter Bilanzstrukturen ist damit zu rechnen, dass sich die ausstehenden Belastungen in der Breite des Unternehmenssektors gut abfedern lassen, wenngleich sie Firmen mit hohen Pensionsverpflichtungen empfindlich treffen können. In den nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften aufgestellten Konzernbilanzen unterschritten die Pensionsrückstellungen am Jahresende 2015 aufgrund der zuvor vorübergehend gestiegenen Marktzinsen das Bewertungsniveau des Vorjahres.*

*Im Berichtszeitraum vergrößerte sich der Innenfinanzierungsspielraum nicht. So wurden deutlich weniger Gewinne als im Jahr 2014 einbehalten. Der Cashflow sank dennoch nicht, da die verminderten Thesaurierungen unter anderem erhöhten Rückstellungsbildungen geschuldet waren. Externe Mittel wurden wohl verstärkt genutzt, um insbesondere den erneut sehr kräftigen Beteiligungszuwachs zu finanzieren. Der Anteil der Sachanlagen an der Bilanzsumme verringerte sich dagegen etwas. Vor dem Hintergrund des stetig gewachsenen Beteiligungsbesitzes scheint die Strategie, Finanzmittel innerhalb von Unternehmensverbänden möglichst effizient einzusetzen, stärkere Verbreitung gefunden zu haben.*

## ■ Grundtendenzen

*Trotz günstigen Umfelds 2015 keine Verbesserung der Rentabilität*

Im Jahr 2015 setzte sich der solide Aufschwung der deutschen Wirtschaft fort. Angeführt von einer lebhaften Binnennachfrage und unterstützt von insbesondere in der ersten Jahreshälfte kräftigen außenwirtschaftlichen Impulsen stieg das reale Bruttoinlandsprodukt mit 1,7% gegenüber dem Vorjahr erneut spürbar stärker als das Produktionspotenzial. Das für die Unternehmen vorteilhafte wirtschaftliche Umfeld zeichnete sich aber nicht nur durch die insgesamt günstige Entwicklung der Absatzmärkte aus. Vorleistungen konnten erneut preiswerter beschafft werden, wobei die Preise von importierten Rohstoffen und Halbwaren 2015 noch stärker fielen als im Jahr zuvor. Dagegen sahen sich die Unternehmen steigenden Kosten des Produktionsfaktors Arbeit gegenüber. Dazu trug nicht nur der erneut spürbar erhöhte Personalaufwand bei, sondern auch die Notwendigkeit, angesichts der gesunkenen Zinsen die Rückstellungen für Pensionsverpflichtungen gegenüber aktiven und ehemaligen Betriebsangehörigen anzuheben. Diese Kostenbelastungen führten dazu, dass sich die Ertragslage des nichtfinanziellen Unternehmensbereichs trotz des günstigen Konjunktur- und Preisumfelds nicht verbesserte. Dass die hochgerechneten Ergebnisse<sup>1)</sup> keinen Gleichstand der Vor-Steuer-Umsatzrendite zwischen 2014 und 2015 zeigen, sondern sogar einen leichten Rückgang auf gut 4% ausweisen, ist aber auch auf einen gewichtigen Sondereffekt zurückzuführen. So führten die Unregelmäßigkeiten bei Abgastests an Fahrzeugen mit Dieselmotoren bei Volkswagen zu erheblichen Rückstellungen.

*Eigenmittelquote nicht weiter erhöht, ...*

In der aggregierten Bilanz der nichtfinanziellen Unternehmen hinterließ die Erhöhung der langfristigen Rückstellungen, die durch die Absenkung des Diskontierungszinses notwendig wurde, die auffälligsten Spuren. Als Folge dieses Effekts, der nicht nur mit der Vorsorge gegenüber zukünftigen Pensionsverpflichtungen, sondern auch gegenüber anderen langfristigen Lasten (bspw. im Energiebereich) in Verbindung steht, stieg das Fremdkapital 2015 so kräftig

wie seit Jahren nicht mehr. Im Bilanzzusammenhang führte dies dazu, dass sich die Eigenmittel als Anteil an der Bilanzsumme diesmal nicht weiter erhöhten, obwohl sie (absolut) erneut kräftig zulegten. Ohne den Rückstellungseffekt wäre die aggregierte Eigenmittelquote weiter gestiegen. Hierfür spricht zum einen, dass dies bei den Unternehmen ohne Pensionsrückstellungen tatsächlich der Fall war. Zum anderen war der Rückgang der Eigenmittelquote bei den Unternehmen mit Pensionsrückstellungen die rechnerische Folge davon, dass die Bilanzsumme stärker als die Eigenmittel stieg.

Da der Rechnungszins durch den mehrjährigen Glättungsmechanismus weiter sinken wird, wird der Rückstellungseffekt die Unternehmen – wenngleich nicht mehr so stark wie 2015 – auch in den folgenden Jahren treffen. Das laufende Jahr ist davon allerdings ausgenommen, weil der Diskontierungssatz als Folge der zu Jahresanfang neu geregelten Berechnungsmethode, wonach der Stützzeitraum für die Durchschnittsbildung von sieben auf zehn Jahre verlängert wurde, steigt.<sup>2)</sup> Bei fallendem Rechnungszins sind die Unternehmen mit Pensionsrückstellungen mit einer Beeinträchtigung ihrer Ertragskraft konfrontiert, die bei hohen Lasten durchaus empfindlich ausfallen kann. Zumindest bei den am stärksten betroffenen Firmen ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die Eigenmittelquote in den kommenden Jahren weiter

*... hierfür aber zinsbedingt gestiegene Rückstellungen maßgeblich verantwortlich*

<sup>1</sup> Die Untersuchung für 2015 basiert auf rd. 28 000 Jahresabschlüssen, die anhand von fortgeschriebenen aggregierten Umsatzangaben aus dem Unternehmensregister schätzungsweise hochgerechnet wurden. Zur Darstellung des aktuellen Verfahrens vgl.: Deutsche Bundesbank, Unternehmensabschlussstatistik mit breiterer sektoraler Abdeckung und neuer Hochrechnungsbasis, Monatsbericht, Dezember 2011, S. 34 f.

<sup>2</sup> Bei der Beurteilung des Rückstellungseffekts ist zu berücksichtigen, dass bei den nach HGB bilanzierten Pensionsrückstellungen aktuell hohe außerbilanzielle stille Lasten bestehen. Aufgrund der Verlängerung des Stützzeitraums werden diese langsamer in offene Lasten überführt. Zur handelsrechtlichen Bilanzierung von Pensionsrückstellungen und der Bedeutung für die Finanzstabilität vgl.: Stellungnahme der Deutschen Bundesbank vom 18. August 2015 zur Entschließung des Deutschen Bundestages zum HGB-Rechnungszins für Pensionsrückstellungen (BT-Drs. 18/5256). Verfügbar unter [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2015\\_12\\_15\\_hgb\\_rechnungszins.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2015_12_15_hgb_rechnungszins.pdf?__blob=publicationFile)

### Ausgewählte Jahresabschlusspositionen getrennt für Unternehmen mit und ohne Pensionsrückstellungen <sup>\*)</sup>

Position	Unternehmen mit Pensionsrückstellungen			Unternehmen ohne Pensionsrückstellungen		
	2014	2015	Veränderung gegenüber Vorjahr	2014	2015	Veränderung gegenüber Vorjahr
			2015			2015
Erfolgsrechnung	in % des Umsatzes			in % des Umsatzes		
Personalaufwand	12,7	13,1	0,4	11,5	11,8	0,3
Zinsaufwendungen	1,3	1,9	0,5	0,7	0,7	0,0
Jahresergebnis vor Gewinnsteuern	3,6	3,0	-0,6	2,8	3,2	0,3
Bilanz	in % der Bilanzsumme			in % der Bilanzsumme		
Eigenmittel	32,3	31,7	-0,6	29,0	30,2	1,1
Verbindlichkeiten	48,2	48,6	0,4	59,0	57,5	-1,5
Rückstellungen	18,8	18,9	0,2	11,2	11,6	0,3
darunter: Pensionsrückstellungen	6,7	7,0	0,3	-	-	.

\* Die Angaben basieren auf einem vergleichbaren Kreis von Unternehmen, für die Jahresabschlüsse sowohl für 2014 als auch für 2015 vorliegen (insgesamt 27 550 Unternehmen (ohne Volkswagen), davon 7 670 mit und 19 880 ohne Pensionsrückstellungen). Sie sind nicht hochgerechnet und spiegeln das Datenmaterial des Jahresabschlussdatenpools der Deutschen Bundesbank unmittelbar wider. Der Datenpool enthält überproportional viele Jahresabschlüsse großer Firmen, während mittlere und vor allem kleine Firmen deutlich schwächer vertreten sind. Der Auswertung liegen zu 97% Handelsbilanzen und zu 3% Steuerbilanzen zugrunde. 99,96% der Pensionsrückstellungen entfallen auf Unternehmen, für die eine Handelsbilanz vorliegt, sodass eine Verzerrung der dargestellten Effekte durch abweichende steuerrechtliche Regelungen praktisch nicht gegeben ist.

Deutsche Bundesbank

zurückgehen wird. Die Unternehmen mit Pensionsrückstellungen verfügen im Durchschnitt über eine ebenso gute Eigenmittelausstattung wie die Unternehmen ohne Pensionsrückstellungen. Daher ist nicht damit zu rechnen, dass dieser Effekt in vielen Fällen die Eigenmittelquote auf ein so niedriges Niveau drücken könnte, dass allein davon Gefahren für die Bonität ausgehen würden.

Die betroffenen Firmen könnten bestrebt sein, Anteilsverschiebungen zulasten der Eigenmittel schrittweise dadurch wettzumachen, dass sie in den kommenden Jahren verstärkt Gewinne einbehalten. Der Innenfinanzierungsspielraum wüchse dann nicht nur durch die mittels Rückstellungsbildung unmittelbar vor der Gewinnverwendung bewahrten Mittel, sondern – zeitlich nachgelagert – auch durch systematisch abgesenkte Ausschüttungen. Bei unveränderter Außenfinanzierung ginge dies mit einer Vermögensbildung einher, die in den Einkommenskonten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrech-

nungen (VGR) als Wirkung auf das Sparen ausgewiesen wäre. Simulationen belegen, dass die zinsbedingte Erhöhung der Pensionsrückstellungen einen Effekt auf das beobachtete verstärkte Sparverhalten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gehabt haben dürfte. Um den dominierenden Beitrag zu den laut VGR zwischen 2012 und 2015 stark gestiegenen Ersparnissen handelt es sich dabei aber nicht (vgl. dazu die Erläuterungen auf S. 60 ff.).

Der Cashflow expandierte 2015 deutlich stärker als in den beiden Jahren davor, als bereits hohe Zuwachsraten erzielt worden waren. Weil allerdings spürbar weniger Gewinne als 2014 einbehalten wurden, erweiterte sich der Innenfinanzierungsspielraum im Berichtszeitraum per saldo nicht. Die Außenfinanzierung hat sich 2015 im Vergleich zum sehr gedrückten Niveau der Jahre 2013 und 2014 mehr als verdoppelt, wobei Kreditfinanzierungen merklich stärker als Beteiligungsfinanzierungen anzogen.

*Höhere Gewinnthesaurierungen in den kommenden Jahren möglich*

*Cashflow stark angewachsen*

## Mögliche Effekte der zinsbedingten Erhöhung der Pensionsrückstellungen auf die Ersparnisse der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

Unternehmen, die sich gegenüber aktiven und ehemaligen Betriebsangehörigen zur Zahlung betrieblicher Pensionen im Rahmen leistungsorientierter Versorgungspläne verpflichtet haben, sind durch das sinkende Zinsniveau gezwungen, ihre Pensionsrückstellungen aufzustocken. In den nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuches aufgestellten Bilanzen der Unternehmen bemessen sich die Pensionsrückstellungen als Barwert der erwarteten Zahlungen unter Anwendung eines Rechnungszinses, der sich als gleitender Durchschnitt der Marktzinsen vergangener Jahre ergibt. Die Erhöhung der Pensionsrückstellungen belastet die Gewinne der Unternehmen zum Teil erheblich. Werden infolge rückstellungsbedingt geringerer Gewinne die Ausschüttungen vermindert, verbleiben in den Unternehmen allerdings zusätzliche finanzielle Mittel. Unter der Annahme unveränderter Außenfinanzierung werden sie für den Vermögensaufbau eingesetzt; vergleiche Ersparnis I in unten stehendem Schaubild.<sup>1)</sup> In der Bilanz erhöht sich überdies der Anteil des Fremdkapitals. Streben die Unternehmen tendenziell eine Rückkehr zur Finanzierungsstruktur vor Erhöhung der Pensions-

rückstellungen an, so werden in der Folgezeit vermehrt Gewinne einbehalten. Aktivseitig korrespondiert dies mit einem Vermögensaufbau; vergleiche Ersparnis II in unten stehendem Schaubild.

Der Jahresabschlussdatenpool der Bundesbank erlaubt es, die Auswirkungen der zinsbedingten Erhöhung der Pensionsrückstellungen auf die Ersparnisse der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu simulieren. Damit lässt sich zum einen die Frage beantworten, in welchem Umfang dieser Sachverhalt dazu beitrug, dass sich die Ersparnisse der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) zufolge von gut 62 Mrd € im Jahr 2012 auf 110 Mrd € im Jahr 2015 erhöhten. Zum anderen lassen sich die entsprechenden Effekte für das laufende und die folgenden Jahre abschätzen. Im Zentrum der Betrachtung stehen die Belastungen der Unternehmen durch den steigenden Pensionsaufwand in den Jahren 2013 bis 2020. Um ein repräsentatives Bild

<sup>1</sup> Grundsätzlich wäre es auch vorstellbar, mit dem Mitelaufkommen Verbindlichkeiten zu tilgen.

### Schematische Darstellung der Ersparnisbildung

Ausgangsposition		Erhöhung der Pensionsrückstellungen und anschließende Ausschüttung		Anpassung des Eigenkapitals	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
Vermögen	Eigenkapital 1/3	Vermögen	Eigenkapital < 1/3	Vermögen	Eigenkapital 1/3
	Fremdkapital 2/3		Fremdkapital > 2/3		einbehaltene Gewinne
		Ersparnis I	Pensionsaufwand	Ersparnis I	Fremdkapital 2/3
				Ersparnis II	

für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu erhalten, werden die Simulationsergebnisse von rund 14 600 nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die Pensionsrückstellungen verbuchen und in den Jahren 2010 bis 2012 im Durchschnitt einen positiven Gewinn<sup>2)</sup> nach Steuern ausgewiesen, mit den in der Jahresabschlussstatistik üblichen Hochrechnungsfaktoren gewichtet.

Den Simulationen liegt eine Annahme hinsichtlich des Gewinnausschüttungsverhaltens der Unternehmen zugrunde, das auf dem Modell der partiellen Anpassung des tatsächlichen Eigenkapitals  $E_t$  an einen Zielwert  $E_t^*$  beruht. Vereinfachend wird unterstellt, dass die Unternehmen nach der Erhöhung der Pensionsrückstellungen *ceteris paribus* schrittweise zur Finanzierungsstruktur des Bilanzjahres 2012 zurückkehren wollen.<sup>3)</sup> Annahmegemäß verbuchen die Unternehmen ab dem Jahr 2013 Pensionsaufwand  $x_t$ , der das Fremdkapital erhöht und über die Nettoertragsminderung überdies das Eigenkapital belastet. Die Erlös- und Kostenverhältnisse bleiben – abgesehen vom Pensionsaufwand – über den Simulationshorizont unverändert. Konkret wird bezüglich Umsatz und Gewinn nach Steuern der Durchschnitt der Jahre 2010 bis 2012 im Betrachtungszeitraum fortgeschrieben (Steady State).<sup>4)</sup>

Formal lässt sich die Anpassungsgleichung für die Gewinnausschüttung wie folgt schreiben:

$$a_t = (1 - \lambda)(\bar{g} - \phi x_t) + \lambda[E_{t-1} + (\bar{g} - x_t) - E_t^*],$$

wobei  $\bar{g}$  den Nach-Steuer-Gewinn im Steady State darstellt. Der Parameter der partiellen Anpassung  $\lambda \in [0;1]$  steuert die Geschwindigkeit der Anpassung an das Zieleigenkapital. Beispielsweise bewirkt ein kleines  $\lambda$  eine Stabilisierung der Gewinnausschüttung und somit eine langsamere Anpassung. Außerdem werden die Fälle  $\phi = 0$  und  $\phi = 1$  unterschieden: Bei  $\phi = 1$  orientiert sich die Aus-

schüttung am buchhalterischen Nach-Steuer-Gewinn. Dies führt zu einer kurzen Anpassungszeit auch dann, wenn  $\lambda$  klein ist. Der Grund hierfür ist, dass die Abweichung von der Zieleigenkapitalquote, die sich nach Ausschüttung durch die Erhöhung der Pensionsrückstellungen unmittelbar ergibt, vergleichsweise gering ausfällt. Bei  $\phi = 0$  bemessen die Unternehmen ihre Ausschüttung am Nach-Steuer-Gewinn im Steady State, also ohne Berücksichtigung der Sonderbelastung durch die Pensionsaufwendungen.

In den jährlichen Ersparniseffekten überlagern sich ab dem Jahr 2014 die direkten Beiträge der reduzierten Ausschüttungen infolge der erhöhten Pensionsaufwendungen der laufenden Jahre mit den indirekten Beiträgen aus der nachgelagerten Eigenkapitalstärkung durch einbehaltene Gewinne. Zu Beginn dieses Jahres verlängerte der Gesetzgeber den Stützzeitraum für die Ermittlung

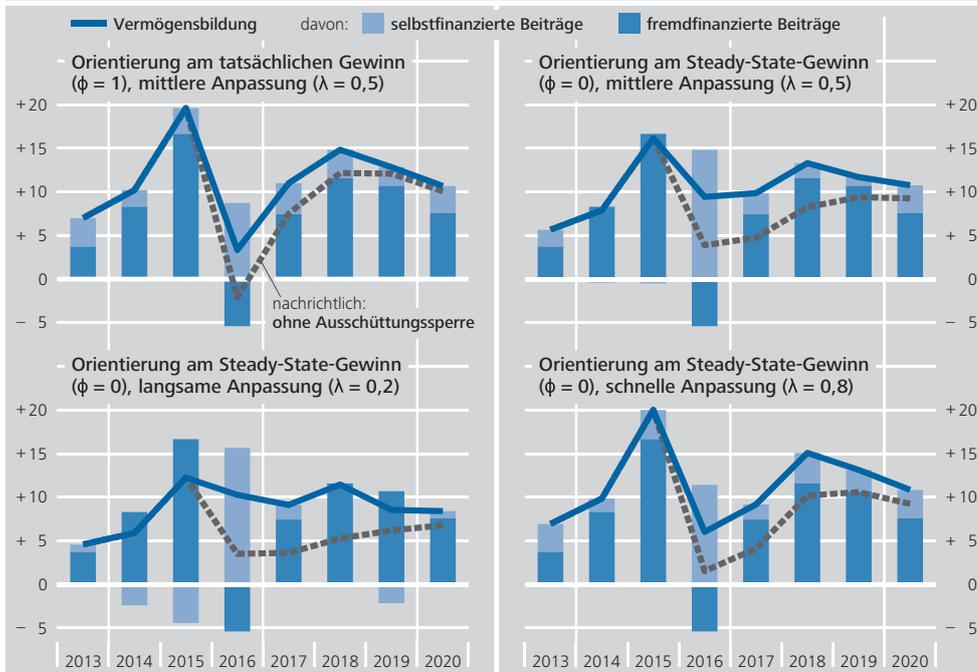
<sup>2</sup> Die Unternehmen, welche wegen Verlusten aus der Betrachtung ausgeschlossen wurden, weisen im Bezugsjahr 2012 zahlenmäßig einen Anteil von 15,8% an der Stichprobe und hochgerechnet einen Anteil von 20,0% an der Bilanzsumme und von 21,2% am Umsatz der Unternehmen mit Pensionsrückstellungen auf. In der Grundgesamtheit des nichtfinanziellen Unternehmenssektors machen die Umsätze der ausgeschlossenen Unternehmen 11,0% und die Bilanzsummen 10,2% aus. Die Fortschreibung von Verlusten würde aus simulationstechnischer Sicht Probleme bereiten. Gleichwohl dürfte die Tatsache, dass Verlustunternehmen nicht in die Betrachtung einbezogen werden, die Ergebnisse nicht wesentlich verzerren, da diese Unternehmen mangels Gewinnen ohnehin nur eine geringe Ersparnis aufweisen.

<sup>3</sup> Hierbei wird implizit angenommen, dass die Unternehmen 2012 die Zieleigenkapitalquote erreicht hatten. Vor 2012 war der in Rede stehende Zins wenig volatil. Berechnet man die Zieleigenkapitalquote stattdessen z. B. als Durchschnitt mehrerer Jahre, so weicht sie im Bezugsjahr 2012 in vielen Fällen sehr stark von dem realisierten Wert ab. Die Anpassungsdynamik in den ersten Jahren wäre dann von dieser Abweichung geprägt und nicht von den Pensionsrückstellungen.

<sup>4</sup> Die Annahme eines stationären Umsatzprozesses impliziert, dass aus dem operativen Geschäft heraus keine Notwendigkeit besteht, weiteres Vermögen zu akkumulieren. Folglich bliebe ohne die zinsbedingten Anpassungen der Pensionsrückstellungen die Bilanzsumme über den Simulationshorizont konstant. Dies hätte wiederum zur Folge, dass weder neue Mittel von außen zufließen noch Gewinne einbehalten werden müssten. Nach Steuern würden Gewinne also vollständig ausgeschüttet, Verluste müssten durch die Anteils-eigner komplett ausgeglichen werden.

### Vermögensbildung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in unterschiedlichen Anpassungsmodellen im Simulationszeitraum

Mrd €



Deutsche Bundesbank

des Rechnungszinses von sieben auf zehn Jahre für die Geschäftsjahre nach 2015.<sup>5)</sup> Hierdurch kommt es im Jahr 2016 zu einer „umgekehrten“ Anpassung, da die Rückstellungen gegenüber 2015 geringer ausfallen und mithin Erträge entstehen. Die Ausschüttung des bilanziellen Differenzbetrages, der sich durch die unterschiedlichen Kapitalwerte bei sieben- und zehnjähriger Zinsglättung ergibt, ist jedoch untersagt (sog. Ausschüttungssperre). Ausschüttungen sind grundsätzlich nicht durch den laufenden Jahresgewinn nach Steuern nach oben begrenzt. Eine Restriktion bildet hingegen die Summe aus dem laufenden Nach-Steuer-Gewinn und den frei verfügbaren Rücklagen. Aufgrund der genannten Ausschüttungssperre vermindert sich ab 2016 das maximal mögliche Ausschüttungsvolumen um den Differenzbetrag aus der Umstellung der Rechnungsgrundlagen für den Diskontierungszins.<sup>6)</sup>

Allen Modellvarianten ist gemeinsam, dass das auf die zinsbedingte Erhöhung der Pen-

sionsrückstellungen zurückzuführende Sparen 2015 seinen Höhepunkt erreicht haben könnte. Der längere Glättungszeitraum dürfte in den Jahren 2016 und 2017 zu geringeren Ersparnissen führen, ehe es 2018 nochmals eine Spitze geben könnte.<sup>7)</sup> Bei Orientierung am tatsächlichen handelsrechtlichen Gewinn und schneller Anpassung ist das zeitliche Profil der Ersparnisse sehr akzentuiert, wohingegen sich die Sparbeiträge bei langsamer Anpassung an die Ziel-

<sup>5</sup> Freiwillig können die Unternehmen diesen auch schon für die Geschäftsjahresabschlüsse des Jahres 2015 anwenden.

<sup>6</sup> Zusätzliche Erträge aus der Änderung des Zinssatzes im Jahr 2016 müssten ohne Ausschüttungssperre im Falle von Gewinnabführungsverträgen in voller Höhe abgeführt werden.

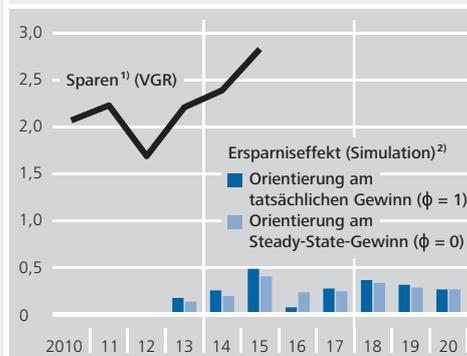
<sup>7</sup> Dass auf die Spitze im Jahr 2015 eine weitere Spitze 2018 folgt, hängt mit der Änderung der Berechnungsgrundlagen für die Pensionsrückstellungen zusammen. Mit der Verlängerung des Stützzeitraums um drei Jahre geht einher, dass die Unternehmen die Absenkung der Marktinzinsen, die nach alter Rechtslage 2015 zu größeren Anpassungen bei den Pensionsrückstellungen führten, 2018 in abgeschwächter Form nochmals zu spüren bekommen. Dagegen stehen die Entlastungen in den beiden Jahren dazwischen.

eigenkapitalquote gleichmäßiger über die Jahre verteilen. Mit der Ausschüttungssperre wird erreicht, dass die Unternehmen ab 2016 einen signifikant höheren Anteil ihrer Gewinne einbehalten. Dies zeigt sich daran, dass die Ersparnisse im hypothetischen Fall ohne Ausschüttungssperre deutlich geringer ausfielen. Die Sperre wirkt grundsätzlich umso restriktiver, je stärker die Unternehmen an einer Verstetigung ihrer Ausschüttungen interessiert sind.

Die Vermögensbildung setzt sich aus einem Fremd- und einem Eigenkapitalbeitrag zusammen. Das Fremdkapital verändert sich durch die jährlich zu buchenden Pensionsaufwendungen (bzw. den Pensionsertrag im Jahr 2016). Hiermit stehen wichtige, allen Modellvarianten gemeinsame Merkmale im zeitlichen Verlauf der Vermögensbildung (wie die Spitzen 2015 und 2018 sowie die Entlastung in den Jahren dazwischen) in einem engen Zusammenhang. Die Eigenkapitaleffekte ergeben sich im Jahr der Verbuchung des Pensionsaufwands aus der Gewinnminderung und in den darauffolgenden Jahren durch einbehaltene Gewinne infolge des unterstellten partiellen Anpassungsprozesses.<sup>8)</sup> Hieraus resultieren die Unterschiede im Zeitprofil der Akkumulation. Eine schnelle Anpassung an das Ziel-eigenkapital schränkt die Ausschüttungen – selbst bei Steady-State-Orientierung – ausgesprochen stark ein. Bei der Orientierung am tatsächlichen Gewinn ist die selbst-finanzierte Vermögensbildung selbst bei mittlerer Anpassung durchgängig positiv. Bei langsamer Anpassung und Steady-State-Orientierung lassen die Unternehmen per saldo die rückstellungsbedingten Ertrags-schmälerungen hingegen kurzfristig auch auf das Eigenkapital durchwirken.

Einen Eindruck über die quantitative Bedeutung der pensionsrückstellungsbedingten Ersparnisbildung vermittelt der Vergleich der simulierten Gesamteffekte mit dem Sparen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, wie es in den VGR im statistisch abgedeckten Zeitraum bis 2015 ausgewiesen ist. Zwi-

### Sparen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften



<sup>1</sup> In % des Produktionswertes. <sup>2</sup> In % des Umsatzes, jeweils mittlere Anpassung ( $\lambda = 0,5$ ).

Deutsche Bundesbank

schen dem hochgerechneten Umsatz der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und dem Produktionswert des entsprechenden VGR-Wirtschaftssektors gibt es insbesondere abgrenzungsbedingt einen Niveauunterschied. Die simulierten Beiträge zur Ersparnis, die aus der zinsbedingten Erhöhung der Pensionsrückstellungen resultieren, werden daher ins Verhältnis zum Umsatz der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gesetzt. Als Vergleichsmaßstab aus den VGR dient das Sparen als Anteil des Produktionswertes in jeweiligen Preisen. Die zinsbedingte Erhöhung der Pensionsrückstellungen hatte den Simulationsergebnissen zufolge einen Einfluss auf das verstärkte Sparverhalten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Der sehr kräftige Zuwachs des Sparens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zwischen 2013 und 2015 ist zu einem guten Teil jedoch anderen Faktoren geschuldet.

<sup>8</sup> Diese Zerlegung ist nicht identisch mit der Aufteilung in Ersparnis I und II im Schema auf S. 60. So ergibt sich die Ersparnis I saldenmechanisch aus dem Pensionsaufwand abzüglich der Eigenkapitalschmälerung.

*Vielzahl neuer Beteiligungen erworben, Sachanlagenquote hingegen gesunken*

Das erhöhte Mittelaufkommen wurde 2015 erneut zu einem verhältnismäßig großen Teil für den Erwerb von Beteiligungen eingesetzt. Darin unterschied sich das Berichtsjahr nicht von den Jahren davor – wird von der Ausnahme 2013 mit einem geringen Beteiligungszuwachs abgesehen. Zwischen 2011 und 2015 stieg der Wert der Beteiligungen um fast ein Drittel, was einer Zunahme des Bilanzgewichts um 2 Prozentpunkte auf 17% entspricht. Die Sachanlagenquote fiel 2015 etwas geringer aus als in den beiden Vorjahren, und die Ausstattung mit Barmitteln änderte sich relativ zur Bilanzsumme praktisch nicht. Zuletzt legte der Erwerb von Wertpapieren etwas zu. Im Niedrigzinsumfeld scheint allerdings die Bereitschaft groß zu sein, freie Mittel innerhalb von Unternehmensverbänden auch kurzfristig zu verleihen. Hinweise für die These, dass Unternehmen angesichts geringer Opportunitätskosten Zahlungsziele großzügiger gestalten oder im Rahmen ihres Working-Capital-Managements weniger strikt überwachen, finden sich im vorliegenden Zahlenmaterial demgegenüber nicht.

*Firmeninsolvenzen in Deutschland erneut zurückgegangen*

Im Jahr 2015 ging die Anzahl der Firmeninsolvenzen erneut spürbar zurück und zwar auf den niedrigsten Wert seit Novellierung des Insolvenzrechts im Jahr 1999. Die weiterhin günstigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie das sehr vorteilhafte Umfeld für die Finanzierung möglicher Umschuldungen dürften hierfür ausschlaggebend gewesen sein. Wenngleich sich die Anzahl der Insolvenzen das sechste Jahr in Folge verringerte, war der Rückgang im Berichtszeitraum nicht mehr ganz so ausgeprägt wie in den Vorjahren. In allen großen Wirtschaftsbereichen waren im Jahr 2015 weniger Firmeninsolvenzen zu beobachten. Besonders deutlich war die Abnahme im Handel, im Bereich „Verkehr und Lagerei“ sowie im Baugewerbe. Nicht so stark sanken die Unternehmensinsolvenzen hingegen im Verarbeitenden Gewerbe.

## ■ Umsatz und Ertrag

Die Umsätze der nichtfinanziellen Unternehmen stiegen im Jahr 2015 um gut 2% gegenüber dem Vorjahr. Damit setzte sich das moderate Wachstum, das seit 2012 vorherrscht und nur durch die Konjunkturdelle 2013 unterbrochen wurde, im Berichtszeitraum fort. Die Erlössteigerungen beruhten maßgeblich auf Volumeneffekten, da die Unternehmen auf vielen Absatzmärkten Preiszugeständnisse machten. So verbilligten sich gewerbliche Erzeugnisse im Inlandsgeschäft 2015 um 1,8% gegenüber dem Vorjahr, als es bereits eine Ermäßigung in Höhe von 1,0% gegeben hatte. Die Ausführpreise erhöhten sich im Berichtsjahr demgegenüber um 0,9%, nach – 0,3% im Jahr 2014.

Zwischen dem Produzierenden Gewerbe und den erfassten Dienstleistungsbereichen gab es diesmal keinen großen Unterschied im Umsatzwachstum. Auf tiefer disaggregierter Ebene fällt auf, dass innerhalb der Industrie erneut der Fahrzeugbau besonders kräftig zulegte; auf ein Umsatzwachstum um 8½% im Jahr 2014 folgte sogar ein Plus von 11½%. Dahinter stand vor allem eine lebhafte Nachfrage aus dem Inlandsgeschäft mit Flotten- und Nutzfahrzeugen. Dies kam auch dem Kfz-Handel zugute, dessen Umsätze 2015 um fast 9% zulegten, nach 3½% im Jahr davor. Die primär auf die heimischen Märkte ausgerichteten Baufirmen und Einzelhandelsunternehmen erzielten insgesamt ein höheres Umsatzwachstum als das stark exportorientierte Verarbeitende Gewerbe. Der ebenfalls überdurchschnittlich auf Auslandsmärkten aktive Großhandel musste einen leichten Erlösrückgang hinnehmen, wohingegen die Umsatzsteigerung bei den Transport- und Logistikunternehmen höher als 2014 ausfiel. Die Informations- und Kommunikationsbranche gehörte im Jahr 2015 zu den am schnellsten wachsenden Sektoren, während die Unternehmensdienstleister das ausgesprochen hohe Expansionstempo aus 2014 im Berichtsjahr nicht halten konnten.

*Fortsetzung des moderaten Umsatzwachstums ...*

*... sowohl im Produzierenden Gewerbe als auch in den Dienstleistungsbereichen*

*Erträge aus dem nicht operativen Geschäft diesmal besonders hoch*

Die Erträge aus Finanzanlagen und Aktivitäten, die nicht zum Kerngeschäft gehören, stiegen 2015 ausgesprochen kräftig und sorgten dafür, dass die gesamten Erträge der nichtfinanziellen Unternehmen mit 3% gegenüber dem Vorjahr erkennbar stärker zunahmen als die Umsätze. Zum einen spielte hierbei eine Rolle, dass die Erträge aus Beteiligungen 2015 das Durchschnittsniveau der Jahre 2012 bis 2014 um zwei Fünftel übertrafen.<sup>3)</sup> Zum anderen hinterließ die Dieselfläre von Volkswagen wohl auch bei den nicht auf das operative Geschäft bezogenen Ertragspositionen gewisse Spuren.<sup>4)</sup>

*Materialaufwand trotz deutlicher Preisermäßigungen beim Wareneinkauf zugelegt*

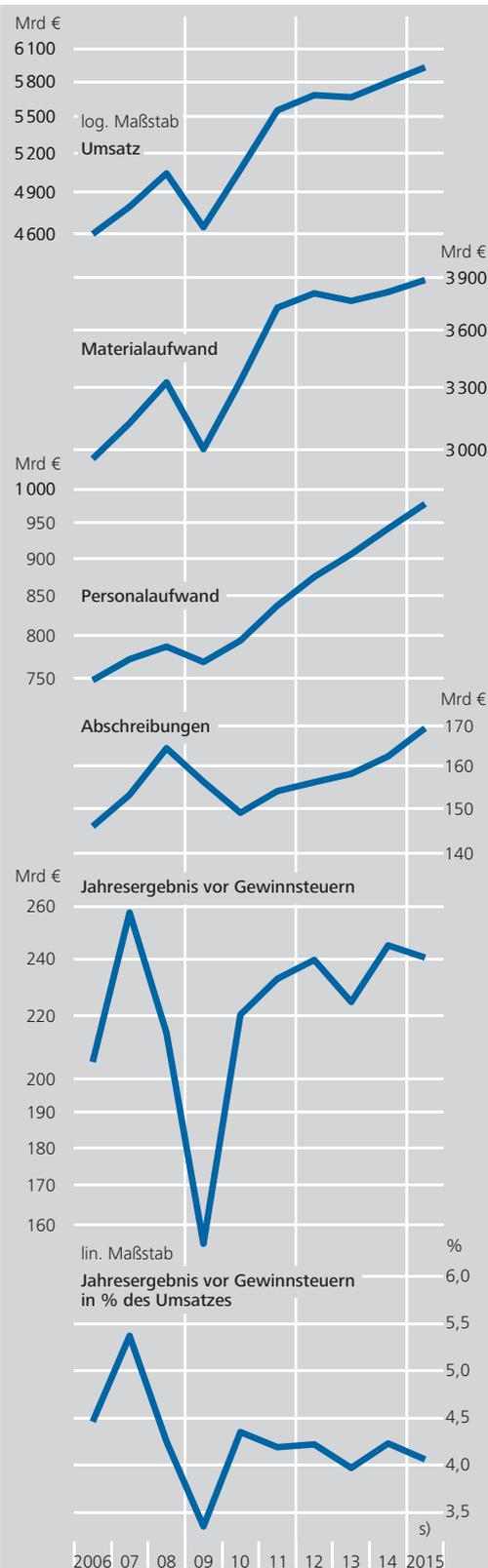
Die einkaufsseitigen Preisermäßigungen führten 2015 im gesamten nichtfinanziellen Unternehmensbereich zwar nicht dazu, dass sich der Materialaufwand verringerte; er stieg jedoch – wie im Jahr davor – deutlich schwächer als die Umsätze. In der Industrie stiegen die Aufwendungen für Vorleistungen im Jahr 2015 stärker als 2014. Vor dem Hintergrund, dass sich im Berichtsjahr sowohl importierte Rohstoffe und Halbwaren als auch im Inland produzierte Vorerzeugnisse deutlich verbilligten als im Jahr davor, lässt sich dies bei gleich gebliebenem Umsatzwachstum wohl damit in Verbindung bringen, dass in die Industrieproduktion heutzutage zahlreiche Dienstleistungen eingehen, deren Bezug von außen angesichts steigender Arbeitskosten teurer geworden sein dürfte.<sup>5)</sup> Lediglich Industriezweige mit einer stark auf den Verbrauch von Grundstoffen konzentrierten Kostenstruktur wie die chemische und pharmazeutische Industrie sowie die Nahrungsmittelerzeugung profitierten so stark von

**3** Die Zinserträge nahmen 2015 gegenüber dem Vorjahr zwar nicht so beträchtlich wie die Beteiligungserträge, aber ebenfalls deutlich zu. Dies war allerdings im Wesentlichen auf den Anstieg zinstragender Aktiva zurückzuführen. So verharrte die rechnerische Durchschnittsverzinsung in den letzten drei Jahren auf historisch niedrigem Niveau.

**4** Die außergewöhnlich hohen Zuwächse bei den sonstigen betrieblichen Erträgen sowie im Beteiligungsergebnis sprechen dafür, dass Volkswagen alle Möglichkeiten ausschöpfte, um den aus der sehr beträchtlichen Rückstellungsbildung resultierenden Jahresfehlbetrag zu vermindern.

**5** Aufwendungen für die von anderen Unternehmen bezogenen Leistungen werden in der Position „Materialaufwand“ gebucht.

### Ausgewählte Indikatoren aus der Erfolgsrechnung deutscher Unternehmen<sup>\*)</sup>



<sup>\*)</sup> Hochgerechnete Ergebnisse der Unternehmensabschlussstatistik.  
 Deutsche Bundesbank

*Steigende Personalkosten prägen laufenden Konjunkturzyklus immer auffälliger*

den teilweise drastisch gefallen Notierungen international gehandelter Rohstoffe, dass sich ihr Materialaufwand auch absolut verringerte.

Der Personalkostenblock der Unternehmen expandierte im Jahr 2015 mit knapp 4% anhaltend kräftig. Es kristallisiert sich immer stärker heraus, dass steigende Personalausgaben ein wichtiges Merkmal des laufenden Konjunkturzyklus sind. So lag der Personalaufwand 2015 um ein Viertel über dem Niveau am Ende des letzten Aufschwungs 2008, wohingegen alle anderen Aufwandspositionen den Vorkrisenstand insgesamt um lediglich knapp ein Sechstel überschritten.<sup>6)</sup> Die nichtfinanziellen Unternehmen beschäftigten im Jahr 2015 rund 6% mehr Arbeitnehmer als 2008. Dies leistete den kleineren Beitrag zu den erhöhten Personalkosten. Die größere Wirkung ging indes von den Lohnsteigerungen aus. So überschritten Tarif- wie Effektivverdienste 2015 den Vorkrisenstand um ein Sechstel. Die Einführung des allgemeinen Mindestlohns dürfte in den meisten Wirtschaftsbereichen des nichtfinanziellen Unternehmenssektors keinen wahrnehmbaren Effekt gehabt haben. Dass der Personalaufwand 2015 im Gastgewerbe mit 7½% binnen Jahresfrist und im Sektor „Verkehr und Lagerei“ mit 6% besonders kräftig zulegte, könnte hingegen teilweise mit der seit dem vergangenen Jahr gültigen gesetzlichen Lohnuntergrenze in Verbindung gebracht werden.

*Zinsbedingte Erhöhung der Pensionsrückstellungen als weitere dem Faktor Arbeit zuzurechnende Kostenkomponente*

Aus ökonomischer Sicht gehören zu den Kosten des Produktionsfaktors Arbeit auch die Aufwendungen, die infolge der zinsbedingten Erhöhung des Barwerts der zugesagten Betriebsrenten anfallen. Dieser Anstieg der Pensionsrückstellungen erscheint gemäß den handelsrechtlichen Regelungen in den Gewinn- und Verlustrechnungen (GuV) als Zinsaufwand,<sup>7)</sup> der um gut ein Fünftel zunahm. Bei Unternehmen mit Pensionsrückstellungen wuchsen die so definierten Zinsaufwendungen noch stärker, während sie sich bei Unternehmen ohne Pensionsrückstellungen im Umfeld fortgesetzt sehr günstiger (Re-)Finanzierungsmöglichkeiten erwartungsgemäß verringerten.<sup>8)</sup>

Die Abschreibungen erhöhten sich 2015 mit 4½% gegenüber dem Vorjahr recht deutlich. Dies lag allerdings nicht an spürbar angehobenen Absetzungen für die Abnutzung von Sachanlagen; diese stiegen im Berichtszeitraum nach zwei Jahren mit etwas höheren Raten lediglich moderat. Ausschlaggebend war, dass die Abschreibungen auf Finanzanlagen bei einzelnen Großunternehmen erheblich zunahm.

*Abschreibungen auch wegen Sondereffekten deutlich höher*

Die mit dem Arbeitseinsatz im weiteren Sinne verbundenen Kostenfaktoren sorgten im Verbund mit Belastungen insbesondere im Fahrzeugbau dafür, dass die nichtfinanziellen Unternehmen eine Schmälerung ihrer Gewinne vor Steuern hinnehmen mussten, obwohl sich die Rohertragsbasis<sup>9)</sup> weiter klar verbesserte. Das Vor-Steuer-Jahresergebnis betrug 2015 im Durchschnitt gut 4% des Umsatzes. Damit lag die Rentabilität auf dem Niveau des Jahres 2013, als infolge einer konjunkturellen Delle die Umsätze vorübergehend stagniert hatten. In den anderen Jahren seit Überwindung der Großen Rezession wurde hingegen eine Umsatzrendite in Höhe von 4¼% erzielt.

*Umsatzrendite im nicht-finanziellen Unternehmensbereich etwas gesunken*

Im aggregierten Gewinnausweis des Verarbeitenden Gewerbes schlug sich die heftige Ergebnisbelastung bei Volkswagen besonders stark nieder. Wird um diesen Sondereffekt bereinigt, blieb die Rentabilität des Verarbeitenden Gewerbes gegenüber dem Vorjahr konstant auf einem im Sektorvergleich überdurchschnittlichen Niveau. Innerhalb der Industrie waren die Gewinn Tendenzen 2015 breit gefächert. Günstige Einkaufspreise hoben die Umsatzrendite der chemischen und pharmazeutischen Industrie auf den Spitzenwert von 12%. In der Nah-

*Rentabilität des Verarbeitenden Gewerbes ohne Volkswagen-Effekt auf gleichbleibend überdurchschnittlichem Niveau*

<sup>6)</sup> Der Anteil des Personalaufwands an den gesamten Aufwendungen stieg von 15¼% im Jahr 2008 auf 16¼% im Jahr 2015.

<sup>7)</sup> Vgl. dazu auch: Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2014, Monatsbericht, Dezember 2015, insbesondere S. 36 f.

<sup>8)</sup> Auf einen Entlastungseffekt bei der Kreditfinanzierung deutet hin, dass die Zinsaufwendungen der Unternehmen ohne Pensionsrückstellungen 2015 um 4% gegenüber dem Vorjahr zurückgingen.

<sup>9)</sup> Der Rohertrag ergibt sich als Gesamtleistung abzüglich des Materialaufwands.

### Erfolgsrechnung der Unternehmen <sup>1)</sup>

Position	2013	2014	2015 <sup>5)</sup>	Veränderung gegenüber Vorjahr	
				2014	2015 <sup>5)</sup>
<b>Erträge</b>	Mrd €			in %	
Umsatz	5 663,6	5 795,7	5 928	2,3	2,5
Bestandsveränderung an Erzeugnissen <sup>1)</sup>	27,4	23,1	28,5	- 15,6	22,5
<b>Gesamtleistung</b>	<b>5 690,9</b>	<b>5 818,8</b>	<b>5 956,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>
Zinserträge	16,4	16,7	18	2,2	7,5
Übrige Erträge <sup>2)</sup>	248,1	252,8	297	1,9	17,5
darunter: Erträge aus Beteiligungen	36,1	32,1	46,5	- 11,0	44,5
<b>Gesamte Erträge</b>	<b>5 955,4</b>	<b>6 088,4</b>	<b>6 271,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3</b>
<b>Aufwendungen</b>					
Materialaufwand	3 763,6	3 814,7	3 885,5	1,4	2
Personalaufwand	905,9	941,9	978	4,0	4
Abschreibungen	158,1	162,4	169,5	2,7	4,5
auf Sachanlagen <sup>3)</sup>	145,6	151,2	152,5	3,9	1
sonstige <sup>4)</sup>	12,5	11,2	17	- 10,8	50,5
Zinsaufwendungen	62,7	64,8	79,5	3,2	22,5
Betriebssteuern	65,6	66,3	70	1,1	5,5
darunter: Verbrauchsteuern	61,1	61,7	65,5	0,9	6
Übrige Aufwendungen <sup>5)</sup>	774,7	793,2	848,5	2,4	7
<b>Gesamte Aufwendungen vor Gewinnsteuern</b>	<b>5 730,6</b>	<b>5 843,3</b>	<b>6 031</b>	<b>2,0</b>	<b>3</b>
Jahresergebnis vor Gewinnsteuern	224,8	245,0	240,5	9,0	- 2
Steuern vom Einkommen und Ertrag <sup>6)</sup>	46,7	51,9	50	11,2	- 3,5
<b>Jahresergebnis</b>	<b>178,1</b>	<b>193,1</b>	<b>190,5</b>	<b>8,4</b>	<b>- 1,5</b>
Nachrichtlich:					
Cashflow (Eigenerwirtschaftete Mittel) <sup>7)</sup>	356,9	379,9	420	6,5	10,5
Nettozinsaufwand	46,4	48,0	61,5	3,6	28
	in % des Umsatzes			in Prozentpunkten	
Rohrertrag <sup>8)</sup>	34,0	34,6	34,9	0,5	0,4
Jahresergebnis	3,1	3,3	3,2	0,2	- 0,1
Jahresergebnis vor Gewinnsteuern	4,0	4,2	4,1	0,3	- 0,2
Nettozinsaufwand	0,8	0,8	1,0	0,0	0,2

\* Hochgerechnete Ergebnisse; Differenzen in den Angaben durch Runden der Zahlen. **1** Einschl. anderer aktivierter Eigenleistungen. **2** Ohne Erträge aus Gewinnübernahmen (Mutter) sowie aus Verlustabführungen (Tochter). **3** Einschl. Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände. **4** Überwiegend Abschreibungen auf Forderungen, Wertpapiere und Beteiligungen. **5** Ohne Aufwendungen aus Verlustübernahmen (Mutter) sowie aus Gewinnabführungen (Tochter). **6** Bei Personengesellschaften und Einzelunternehmen nur Gewerbesteuer. **7** Jahresergebnis, Abschreibungen, Veränderung der Rückstellungen, des Sonderpostens mit Rücklageanteil und der Rechnungsabgrenzungsposten. **8** Gesamtleistung abzüglich Materialaufwand.

Deutsche Bundesbank

rungsmittelerzeugung sank der Umsatz, und spürbar steigende Personalkosten wogen die materialeitigen Entlastungen mehr als auf, sodass die Ertragskraft nachgab. In den großen Investitionsgüterbranchen drückten die Kosten die Rentabilität nach unten; lediglich der Maschinenbau entzog sich dieser Tendenz. In der Elektroindustrie ging die Rentabilität zurück. Dies gilt zudem für den Fahrzeugbau – auch bereinigt um die Sonderentwicklung bei Volkswagen.

Die Jahresergebnisse der Energieunternehmen wurden durch Aufwandsbuchungen, die im Zusammenhang mit der Anpassung der Diskontie-

rung langfristiger Lasten stehen, beträchtlich in Mitleidenschaft gezogen. Die Rendite fiel nicht höher aus als im Jahr 2011, als die Ergebnisrechnungen vieler Energiefirmen vom Atomausstieg strapaziert worden waren. Das Baugewerbe steigerte im anhaltend günstigen Branchenumfeld und bei relativ moderater Kostenentwicklung erneut die Umsatzrendite auf ein inzwischen hohes Niveau. Rentabilitätswachse gab es auch in den Handelssparten, insbesondere im Kfz-Handel. Verkehrs- und Lage- reuunternehmen wurden ebenfalls deutlich rentabler. Im Bereich „Information und Kommunikation“ ging die Rentabilität hingegen weiter zurück. Demgegenüber nahm die Ertragskraft

*Rendite-  
steigerungen  
im Baugewerbe  
und in den  
Handelssparten*

der Unternehmensdienstleister wie in den Vorjahren zu.

## Mittelaufkommen und Mittelverwendung

*Mittelaufkommen aufgrund erhöhter Außenfinanzierung stark gewachsen*

Das Mittelaufkommen der Unternehmen weitete sich im Jahr 2015 erneut sehr deutlich aus. Die Finanzierung des Erwerbs neuer Beteiligungen erforderte eine beträchtliche Erhöhung der Außenfinanzierung, während die Innenfinanzierung auf dem historisch hohen Vorjahresniveau verharrte. Um wahrscheinlichen Aufwendungen in der Zukunft begegnen zu können, bauten die Unternehmen im Berichtszeitraum außergewöhnlich viele Rückstellungen auf. Rein rechnerisch glich dies den Rückgang der Gewinnthesaurierungen, die im Jahr 2014 aufgrund von Sondereffekten bei Einzelunternehmen stark gestiegen waren, in etwa aus. Die Zuführung finanzieller Mittel aus unternehmensexternen Quellen speiste sich primär aus dem Anstieg von Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen. Im kurzen Fristigkeitsspektrum wurden ebenso neue Verpflichtungen gegenüber Kreditinstituten aufgenommen und Anleihen begeben, während die Unternehmen generell kaum zusätzliche langfristige Schuldpositionen eingingen. Kapitalzuführungen von außen nahmen im Berichtszeitraum gegenüber dem Vorjahr leicht zu.

*Sachanlagenakkumulation im Bereich „Information und Kommunikation“ überdurchschnittlich*

Etwa die Hälfte der verfügbaren Mittel verwendeten die Unternehmen im Berichtszeitraum auf Investitionen in Sachanlagen. Infolgedessen lag der Netto-Sachanlagenzugang in Relation zu den Abschreibungen bei 20% und somit spürbar über dem Durchschnitt der letzten zwei Dekaden. An der Spitze standen die Informations- und Kommunikationsdienstleister, bei welchen die Anlageinvestitionen die Abschreibungen um beinahe die Hälfte übertrafen. Der Breitbandausbau könnte hierzu beigetragen haben. Der Handel akkumulierte ebenfalls überdurchschnittlich viel Sachkapital. Der Netto-Sachanlagenzugang der Energieversorger, bei welchen der Ausbau erneuerbarer Energien in

den vier Jahren zuvor einen Investitionsboom ausgelöst hatte, ließ hingegen deutlich nach. Angeführt wurden die Investitionen im Verarbeitenden Gewerbe erneut vom Fahrzeugbau. Sehr dynamisch entwickelte sich ebenso die Sachanlagenakkumulation der deutschen Maschinenbauer sowie der Elektroindustrie.

Über mehrere Wirtschaftszweige breit gestreut und häufig durch Geldmittel von außen finanziert, erreichte der Beteiligungserwerb der nichtfinanziellen Unternehmen im Jahr 2015 einen neuen Spitzenwert. Wie bereits in den Vorjahren war das Expansionsstreben der deutschen Fahrzeugbauer besonders ausgeprägt; in der Zeit seit 2008 verdoppelten sie ihren Beteiligungsbesitz annähernd. Vergleichsweise deutlich fiel die Aufstockung von Beteiligungen sowohl in der chemischen und pharmazeutischen Industrie als auch bei den Energie- und Wasserversorgern aus. In der Elektroindustrie waren ebenso erhöhte Ausgaben für die Akquisition anderer Unternehmen zu verzeichnen.

*Erheblicher Anstieg des Erwerbs von Beteiligungen*

Der Erwerb neuer Beteiligungen korrespondiert häufig mit einem Anstieg von Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen, da bisweilen Geldmittel für den Beteiligungserwerb über zweckbestimmte Finanzierungstöchter beschafft werden. Ferner kam es aufgrund des bestehenden Beteiligungsbesitzes zu einem großen Anstieg sowohl von Forderungen als auch Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen. Insbesondere Konzerne nutzten die Vorzüge des Cash-Poolings, um interne liquide Mittel optimal zu verteilen. Weiterhin werden unter diesen Positionen auch Forderungen und Verbindlichkeiten aus konzerninternen Lieferungen und Leistungen gebucht, welche die Ausprägung des firmeninternen Handels reflektieren. Eine große Rolle spielten im Berichtszeitraum in Ergebnisabführungsverträgen festgehaltene, jedoch nicht unmittelbar realisierte Zu- und Abführungen. Als direkte Folge des hohen Verflechtungsgrades der Unternehmen dürfte die Bedeutung von Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber ver-

*Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen stark gewachsen*

Mittelaufkommen und Mittelverwendung der Unternehmen *)					
Mrd €					
Position	2013	2014	2015 <sup>5)</sup>	Veränderung gegenüber Vorjahr	
				2014	2015 <sup>5)</sup>
<b>Mittelaufkommen</b>					
Kapitalerhöhung aus Gewinnen sowie Einlagen bei Nichtkapitalgesellschaften <sup>1)</sup>	31,1	71,8	30	40,7	- 42
Abschreibungen (insgesamt)	158,1	162,4	169,5	4,3	7
Zuführung zu Rückstellungen <sup>2)</sup>	20,7	25,2	59,5	4,6	34
<b>Innenfinanzierung</b>	209,9	259,5	259	49,6	- 0,5
Kapitalzuführung bei Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	24,3	21,1	26,5	- 3,2	5,5
Veränderung der Verbindlichkeiten	16,0	19,2	74	3,2	55
kurzfristige	- 6,3	28,9	66,5	35,2	37,5
langfristige	22,3	- 9,6	7,5	- 32,0	17,5
<b>Außenfinanzierung</b>	40,4	40,3	100,5	0,0	60
<b>Insgesamt</b>	250,2	299,8	359,5	49,5	59,5
<b>Mittelverwendung</b>					
Brutto-Sachanlagenzugang <sup>4)</sup>	188,7	175,4	182,5	- 13,3	7
Nachrichtlich:					
Netto-Sachanlagenzugang	43,2	24,2	30	- 18,9	5,5
Abschreibungen auf Sachanlagen	145,6	151,2	152,5	5,6	1,5
Vorratsveränderung	- 3,3	18,7	24	21,9	5,5
Sachvermögensbildung (Bruttoinvestitionen)	185,5	194,1	206,5	8,6	12,5
Veränderung von Kasse und Bankguthaben	12,6	5,1	14	- 7,4	9
Veränderung von Forderungen <sup>5)</sup>	39,4	36,7	64,5	- 2,6	28
kurzfristige	34,0	26,6	71	- 7,4	44,5
langfristige	5,4	10,1	- 6	4,8	- 16,5
Erwerb von Wertpapieren	- 0,8	3,5	6	4,3	2,5
Erwerb von Beteiligungen	13,6	60,3	68,5	46,7	8
<b>Geldvermögensbildung</b>	64,8	105,7	153	40,9	47,5
<b>Insgesamt</b>	250,2	299,8	359,5	49,5	59,5
Nachrichtlich:					
Innenfinanzierung in % der Bruttoinvestitionen	113,2	133,7	125,5	.	.

\* Hochgerechnete Ergebnisse; Differenzen in den Angaben durch Runden der Zahlen. **1** Einschl. GmbH und Co KG und ähnlicher Rechtsformen. **2** Einschl. Veränderung des Saldos der Rechnungsabgrenzungsposten. **3** Erhöhung des Nominalkapitals durch Ausgabe von Aktien und GmbH-Anteilen sowie Zuführungen zur Kapitalrücklage. **4** Veränderung der Sachanlagen (einschl. immaterieller Vermögensgegenstände) zzgl. Abschreibungen. **5** Zzgl. unüblicher Abschreibungen auf Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens.  
 Deutsche Bundesbank

bundenen Unternehmen somit in den kommenden Jahren tendenziell weiter zunehmen.

## ■ Bilanzentwicklung

*Bilanzsumme mit deutlichem Plus, ...*

Die Bilanzsumme der nichtfinanziellen Unternehmen erhöhte sich im Jahr 2015 um 5%. Der Zuwachs fiel damit etwas stärker aus als im Mittel der vier Jahre zuvor. Auf der Aktivseite setzte sich der langfristige Trend der Zunahme des Forderungsvermögens an der Bilanzsumme fort. Dies war zum einen dem neuerlich massiven Ausbau des Beteiligungskapitals geschuldet. Zum anderen weiteten sich insbesondere kurz-

fristige Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen deutlich aus. Während bei den Kapitalgesellschaften das merkliche Plus bei den Sachanlagen nicht ganz an das Bilanzsummenwachstum herankam, stagnierten die Sachanlagen bei den Nichtkapitalgesellschaften im dritten Jahr hintereinander auf demselben Buchwert. Bei beiden Rechtsformen ging die Sachanlagenquote zurück.

Die Passivseite war von einem verhältnismäßig starken Anstieg der Fremdmittel gekennzeichnet, welcher erstmalig seit 2008 mit der Entwicklung der Eigenmittel Schritt hielt. Dies lag insbesondere an der weitreichenden Rückstel-

*... passivseitig hohe Rückstellungsbildung*

Bilanz der Unternehmen <sup>1)</sup>					
Position	2013	2014	2015 <sup>2)</sup>	Veränderung gegenüber Vorjahr	
				2014	2015 <sup>3)</sup>
<b>Vermögen</b>	Mrd €			in %	
Immaterielle Vermögensgegenstände	81,8	76,7	81	- 6,2	5,5
Sachanlagen	904,4	933,7	959	3,2	2,5
Vorräte	612,0	630,6	654,5	3,0	4
<b>Sachvermögen</b>	1 598,1	1 641,0	1 695	2,7	3,5
Kasse und Bankguthaben	264,2	269,4	283,5	1,9	5
Forderungen	1 222,9	1 255,9	1 317	2,7	5
darunter:					
aus Lieferungen und Leistungen gegen verbundene Unternehmen	394,0	394,7	396	0,2	0,5
Wertpapiere	671,8	702,8	760,5	4,6	8
Beteiligungen <sup>1)</sup>	78,1	81,6	87,5	4,5	7,5
Rechnungsabgrenzungsposten	587,1	640,0	695	9,0	8,5
	19,1	19,7	20,5	3,3	3,5
<b>Forderungsvermögen</b>	2 171,5	2 266,6	2 403,5	4,4	6
<b>Aktiva insgesamt <sup>2)</sup></b>	3 769,6	3 907,6	4 098,5	3,7	5
<b>Kapital</b>					
Eigenmittel <sup>2) 3)</sup>	1 074,8	1 167,7	1 224	8,6	5
Verbindlichkeiten	2 057,9	2 077,1	2 151	0,9	3,5
darunter:					
gegenüber Kreditinstituten	463,4	467,6	472,5	0,9	1
aus Lieferungen und Leistungen gegen verbundene Unternehmen	303,1	304,5	308,5	0,5	1,5
erhaltene Anzahlungen	807,4	799,5	850,5	- 1,0	6,5
Rückstellungen <sup>3)</sup>	213,4	220,0	226,5	3,1	3
darunter:	609,4	634,1	692	4,1	9
Pensionsrückstellungen	202,1	209,8	232	3,8	10,5
Rechnungsabgrenzungsposten	27,6	28,7	31	4,2	8
<b>Fremdmittel</b>	2 694,8	2 739,9	2 874	1,7	5
<b>Passiva insgesamt <sup>2)</sup></b>	3 769,6	3 907,6	4 098,5	3,7	5
Nachrichtlich:					
Umsatz	5 663,6	5 795,7	5 928	2,3	2,5
desgl. in % der Bilanzsumme	150,2	148,3	144,5	.	.

\* Hochgerechnete Ergebnisse; Differenzen in den Angaben durch Runden der Zahlen. **1** Einschl. Anteile an verbundenen Unternehmen. **2** Abzüglich Berichtigungsposten zum Eigenkapital. **3** Einschl. anteiliger Sonderposten mit Rücklageanteil.  
 Deutsche Bundesbank

lungsbildung der Unternehmen, während der Aufbau neuer Verbindlichkeiten nicht außergewöhnlich hoch ausfiel. Infolgedessen war der Anteil der Verbindlichkeiten an der Bilanzsumme mit Ausnahme der Ausleihungen gegenüber verbundenen Unternehmen erneut rückläufig. Bei den Rückstellungen schlug sich die weiter andauernde Niedrigzinsphase über den Abzinsungssatz in einem Diskontierungseffekt bei den langfristigen Rückstellungen nieder. Diese sind – abgesehen von den über die Wirtschaftszweige breit gestreuten Pensionsrückstellungen – vor allem bei den Energieversorgern und im Bergbau von Bedeutung, um beispielsweise den Entsorgungsverpflichtungen

im Bereich Kernenergie sowie der Wiedernutzbarmachung von bergbaulich in Anspruch genommenen Oberflächen Rechnung zu tragen. Des Weiteren wurde bei Volkswagen eine außerordentliche Aufstockung der Rückstellungen für wahrscheinliche Aufwendungen im Zusammenhang mit Servicemaßnahmen und Rückrufen, Fahrzeugrückkäufen sowie Rechtsrisiken erforderlich.

Die Eigenmittelquote der nichtfinanziellen Unternehmen stieg in den letzten zwei Jahrzehnten von einem international vergleichs-

### Veränderung der Eigenmittelquote in den Jahren 2011 bis 2014 für verschiedene Teilgruppen von Unternehmen <sup>\*)</sup>

Kriterium für die Bildung der Teilgruppen	Unternehmen in der ...	Veränderung der Eigenmittelquote 2014 gegenüber 2011 (in Prozentpunkten)		Test auf Gleichheit der ungewichteten Mittelwerte (p-Wert) <sup>3)</sup>
		gewichtetes Mittel	ungewichtetes Mittel	
Vereinfachter Cashflow <sup>1) 2)</sup>	... oberen Hälfte der Verteilung	1,5	5,2	0,00
	... unteren Hälfte der Verteilung	0,1	1,6	
Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe <sup>2)</sup>	... oberen Hälfte der Verteilung	1,3	2,6	0,48
	... unteren Hälfte der Verteilung	-0,1	3,2	

\* Berechnungen auf Basis eines vergleichbaren Kreises von rd. 34 000 Unternehmen, für die Jahresabschlüsse sowohl für 2011 als auch für 2014 vorliegen. **1** Jahresergebnis vor Steuern zzgl. Abschreibungen. **2** Normiert mit dem Umsatz. **3** Angegeben ist die Wahrscheinlichkeit, mit der die Nullhypothese (d. h. Gleichheit der ungewichteten Mittelwerte) durch einen t-Test nicht abgelehnt wird.

Deutsche Bundesbank

*Verbesserung der Eigenmittelquote insbesondere bei Unternehmen mit hohem Cashflow zu beobachten*

weise niedrigen Niveau deutlich.<sup>10)</sup> Eine Sonderauswertung für die Jahre 2011 bis 2014 zeigt,<sup>11)</sup> dass insbesondere Unternehmen mit stärkerem Cashflow mehr Eigenmittel aufbauten. Keine Belege gibt es allerdings für die weitergehende Vermutung, dass vor allem solche Unternehmen Eigenmittel aufbauten, die ihre höheren Einnahmeüberschüsse in den vergangenen Jahren insbesondere den ermäßigten Aufwendungen für Rohstoffe verdankten. Vielmehr scheinen Ergebnisschwankungen im Allgemeinen – soweit diese von den Unternehmen als transitorisch erachtet wurden – zur Unterfütterung der Eigenmittelquote und nicht für höhere Gewinnausschüttungen an Anteilseigner genutzt worden zu sein. Beispielsweise weisen die Aktiengesellschaften eine eindeutige Präferenz für die Glättung der Dividendenhöhe aus. Während die Ausschüttungsquote je nach Geschäftsjahr erheblich variiert, hielten die Aktiengesellschaften ihre Dividenden relativ stabil. Dies führte einerseits im Gefolge des drastischen Gewinneinbruchs im Jahr 2008 beinahe zu einer kompletten Ausschüttung des Jahresüberschusses. Andererseits wurden sich durch die günstige Ertragslage ergebende Spielräume in den Folgejahren genutzt, um weiteres Eigenkapital aufzubauen.

Im Jahr 2015 legte die aggregierte Eigenmittelquote der nichtfinanziellen Unternehmen hin-

gegen im Ergebnis trotz des stabilen Wachstums der Eigenmittel aufgrund der hohen Dynamik bei den Fremdmitteln nicht weiter zu. Differenziert nach Unternehmensgröße erhöhten die kleinen und mittleren Unternehmen zwar den Anteil der Eigenmittel an der Bilanzsumme über alle großen Wirtschaftszweige hinweg noch einmal spürbar um 1 Prozentpunkt auf 27 ½%. Bei den Großunternehmen, auf welche der weit überwiegende Anteil der Pensionsrückstellungen entfällt, schlug hingegen ein Rückgang der Quote um ebenfalls 1 Prozentpunkt auf 30 ½% zu Buche. Zu erheblichen Rückgängen kam es hierbei in einzelnen Branchen wie dem Fahrzeugbau, der chemischen und pharmazeutischen Industrie sowie den Informations- und Kommunikationsdienstleistern aufgrund von Sonderentwicklungen bei einzelnen Unternehmen.

*Eigenmittelquote 2015 nicht weiter ausgebaut*

<sup>10</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Nachhaltige Stärkung der Eigenkapitalbasis nichtfinanzieller Unternehmen in Deutschland, Monatsbericht, Dezember 2013, S. 46–49.

<sup>11</sup> Eine entsprechende Auswertung für den Zeitraum von 2011 bis 2015 bestätigt die Befunde. Allerdings kommt die statistische Analyse aufgrund der deutlich verringerten Anzahl an Unternehmen im vergleichbaren Kreis zu weniger trennscharfen Ergebnissen.

### Bilanzielle Kennziffern der Unternehmen <sup>1)</sup>

Position	2013	2014	2015 <sup>9)</sup>
	in % der Bilanzsumme <sup>1)</sup>		
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,2	2,0	2
Sachanlagen	24,0	23,9	23,5
Vorräte	16,2	16,1	16
Kurzfristige Forderungen	30,1	29,6	30
Langfristig verfügbares Kapital <sup>2)</sup>	49,3	49,9	49,5
darunter:			
Eigenmittel <sup>1)</sup>	28,5	29,9	30
Langfristige Verbindlichkeiten	15,3	14,5	14
Kurzfristige Verbindlichkeiten	39,3	38,7	38,5
	in % der Sachanlagen <sup>3)</sup>		
Eigenmittel <sup>1)</sup>	109,0	115,6	117,5
Langfristig verfügbares Kapital <sup>2)</sup>	188,5	192,9	195,5
	in % des Anlagevermögens <sup>4)</sup>		
Langfristig verfügbares Kapital <sup>2)</sup>	108,9	108,5	108,5
	in % der kurzfristigen Verbindlichkeiten		
Liquide Mittel <sup>5)</sup> und kurzfristige Forderungen	96,6	96,7	98
	in % der Fremdmittel <sup>6)</sup>		
Cashflow (Eigenerwirtschaftete Mittel) <sup>7)</sup>	14,7	15,4	16

\* Hochgerechnete Ergebnisse; Differenzen in den Angaben durch Runden der Zahlen. **1** Abzüglich Berichtigungsposten zum Eigenkapital. **2** Eigenmittel, Pensionsrückstellungen, langfristige Verbindlichkeiten und Sonderposten mit Rücklageanteil. **3** Einschl. immaterieller Vermögensgegenstände. **4** Sachanlagen, immaterielle Vermögensgegenstände, Beteiligungen, langfristige Forderungen und Wertpapiere des Anlagevermögens. **5** Kasse und Bankguthaben sowie Wertpapiere des Umlaufvermögens. **6** Verbindlichkeiten, Rückstellungen, passivischer Rechnungsabgrenzungsposten und anteiliger Sonderposten mit Rücklageanteil, vermindert um Kasse und Bankguthaben. **7** Jahresergebnis, Abschreibungen, Veränderung der Rückstellungen, des Sonderpostens mit Rücklageanteil und der Rechnungsabgrenzungsposten.

Deutsche Bundesbank

## Tendenzen für das Jahr 2016

*Anhaltend günstige Konjunktur und moderate Tariflohnsteigerungen stützen 2016 die Ertragsbasis, während preisseitige Entlastungen beim Materialaufwand nachlassen*

Vor dem Hintergrund der anhaltend günstigen konjunkturellen Grundtendenz dürften die nichtfinanziellen Unternehmen im Jahr 2016 ihre Geschäftsaktivitäten weiter gesteigert haben. Der Bezug von Rohmaterialien und Vorerzeugnissen aus dem Ausland verbilligte sich im laufenden Jahr wohl nicht mehr so stark wie in den beiden Vorjahren, nachdem sich die Weltmarktpreise für Rohöl, Industrierohstoffe und Nahrungsmittel nach dem Durchschreiten des Tiefpunkts um den Jahreswechsel 2015/2016 tendenziell nach oben bewegt hatten.

Damit dürften die auf den Wareneinkauf zurückzuführenden Kostenentlastungen beim Materialaufwand geringer ausfallen als in den Vorjahren. Mit Blick auf die Ertragskraft der Unternehmen wirkt diesem Effekt allerdings entgegen, dass der auf den Faktor Arbeit zurückzuführende Kostendruck 2016 im Vergleich zu den Vorjahren nachließ. Die Personalkosten erhöhten sich zwar durch die Aufstockung der Belegschaften weiter. Die Tarifverdienste stiegen hingegen in diesem Jahr vergleichsweise moderat. Zudem werden die Diesellaffäre bei Volkswagen und spezielle Entwicklungen im Energiebereich einen merklichen Einfluss auf die aggregierten Ergebnisse des Jahres 2016 haben.

Im Jahr 2015 gab die Umsatzrendite der Konzerne spürbar nach. Dabei spielten Sondereffekte bei zwei großen Konzernen eine Schlüsselrolle. (Zur Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage deutscher nichtfinanzieller Konzerne im Jahr 2015 siehe die Erläuterungen auf S. 73 ff.) Im Durchschnitt der ersten drei Quartale des laufenden Jahres lag die Umsatzrendite der 35 größten Unternehmensgruppen, die in der Konzernabschlussstatistik erfasst werden, nicht nur erheblich über dem gedrückten Vorjahresstand, sondern übertraf auch das Durchschnittsniveau der Jahre 2011 bis 2014. Allerdings entspricht das Ausmaß dieser Differenz in etwa dem rechnerischen Effekt davon, dass der negative Ergebnisbeitrag der im September vom E.ON-Konzern abgespaltenen Uniper-Gruppe nicht in der Vor-Steuer-Umsatzrendite der Konzerne enthalten ist.<sup>12)</sup>

*Konzerne 2016 mit spürbarer Rentabilitätsverbesserung gegenüber Vorjahr*

In den Erfolgsrechnungen der Einzelunternehmen sind die Bewertungsgewinne, die durch die gesetzliche Neuregelung zur Berechnung des Diskontierungszinssatzes bei den langfristigen Rückstellungen im Jahr 2016 entstehen, ertragswirksam zu verbuchen. Allein bei den Pensionsrückstellungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beläuft sich der Effekt

*Ertragswirksame Bewertungsgewinne bei den Pensionsrückstellungen durch HGB-Änderung, ...*

<sup>12</sup> Dieser Fehlbetrag, der sich in den ersten drei Quartalen auf über 10 Mrd € belief, wird in der GuV des E.ON-Konzerns als „Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten“ direkt vor dem Konzernverlust ausgewiesen.

## Ertragslage, Vermögens- und Finanzierungsverhältnisse deutscher nichtfinanzieller börsennotierter Konzerne im Jahr 2015

Im November 2015 lockerte die Deutsche Börse die Pflicht zur vierteljährlichen Berichterstattung für die im Prime Standard gelisteten Konzerne. Vollständige Finanzberichte müssen nur noch halbjährlich vorgelegt werden.<sup>1)</sup> Die Konzernabschlussstatistik der Bundesbank wird in diesem Zusammenhang von einem vierteljährlichen auf einen halbjährlichen Berichtsturnus umgestellt. Über die Zeit vergleichbare Ergebnisse sind durch eine Rückrechnung auf Basis eines stabilen Berichtskreises sichergestellt. Dieser umfasst nicht mehr die Menge aller vierteljährlich berichtenden börsennotierten Konzerne<sup>2)</sup>, sondern die im Prime Standard gelisteten Unternehmensgruppen. Dadurch vermindert sich die Zahl der beobachteten Konzerne im Jahr 2015 um einige wenige Unternehmensgruppen<sup>3)</sup>, was insgesamt rund 2½% im aggregierten Umsatz ausmacht.

Die aggregierten Umsatzerlöse der in die Statistik einbezogenen Unternehmensgruppen wuchsen im Jahr 2015 kräftig mit 7%<sup>4)</sup> auf rund 1,6 Billionen € und damit wesentlich stärker als 2014. Neben guten Inlandsgeschäften profitierten die Konzerne auch von der positiven konjunkturellen Entwick-

lung in den Industriestaaten, deren stimulierende Wirkung gegenläufige Effekte der Wachstumsabschwächung in wichtigen Schwellenländern mehr als wettmachte. Der in der Berichtsperiode gesunkene Wechselkurs des Euro wirkte sich ebenfalls günstig auf die Konzernumsätze aus, da positive Umrechnungseffekte im Hinblick auf Tochterunternehmen, die in Fremdwährung bilanzieren, zu Buche schlugen.<sup>5)</sup> Hingegen dämpften sinkende Rohstoffpreise die Um-

Umsatz, Erträge und Umsatzrendite deutscher nichtfinanzieller Konzerne<sup>\*)</sup>



\* Der Berichtskreis umfasst ca. 230 in Deutschland im Prime Standard notierte nichtfinanzielle Unternehmensgruppen. 1 BIP ausgewählter Industrie- und Schwellenländer, die zusammen vier Fünftel der globalen Wirtschaftsleistung repräsentieren, errechnet unter Verwendung von Kaufkraftparitäten.  
 Deutsche Bundesbank

1 Die Entscheidung steht im Zusammenhang mit dem Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20. November 2015 und damit verbundenen Anpassungen des Wertpapierhandelsgesetzes.

2 Diese Abgrenzung beinhaltete auch freiwillig vierteljährlich berichtende Konzerne.

3 Die umgestellte Konzernabschlussstatistik umfasst per Ende 2015 228 in Deutschland börsennotierte nichtfinanzielle Unternehmensgruppen.

4 Die Veränderungsdaten in diesen Erläuterungen werden für Umsatz, EBITDA, EBIT und Umsatzrendite berichts- und konsolidierungskreisbereinigt ausgewiesen.

5 Neben diesem kurzfristigen Effekt der Währungsrechnung im Konzernabschluss steigt abwertungsbedingt zudem die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Konzerne, die hauptsächlich aus Europa heraus exportieren, was tendenziell auch mit höheren Absatzmengen verbunden sein sollte.

satzerlöse, da rohstoffverarbeitende Konzerne die niedrigeren Beschaffungskosten offenbar zeitnah in ihren Verkaufspreisen<sup>6)</sup> weitergaben. Ungeachtet dessen wurde die Gesamtentwicklung von den Unternehmensgruppen aus dem Produzierenden Gewerbe und dem Dienstleistungsgewerbe gleichermaßen getragen.

Die Ertragslage der Konzerne war im Jahr 2015 sehr heterogen. Während die weit überwiegende Zahl der Unternehmensgruppen ein recht positives Ergebnis verzeichnen konnte,<sup>7)</sup> mussten einige Großkonzerne die größten Ertragsbelastungen seit der Großen Rezession 2008/2009 verkraften, was erheblich auf das Gesamttaggregat durchschlug. Das operative Ergebnis vor Abschreibungen (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation: EBITDA) verringerte sich um 1% gegenüber dem Vorjahr auf 196 Mrd €. Der Rückgang ist zu einem wesentlichen Teil auf die Aufwendungen für Rechtsstreitigkeiten von Volkswagen im vierten Quartal 2015 zurückzuführen. Darüber hinaus wurde das operative Ergebnis (Earnings before interest and taxes: EBIT)<sup>8)</sup> einzelner Großkonzerne durch hohe Wertberichtigungen des Goodwill sowie Sonderabschreibungen belastet, die unter anderem mit dem sinkenden Rohölpreis in Verbindung standen. Im Ergebnis resultierte hieraus ein im Vergleich zum Vorjahr um 18 Mrd € (-16%) vermindertes EBIT von knapp 91 Mrd €. Die gewogene Umsatzrendite verringerte sich durch die genannten Umstände um 1½ Prozentpunkte auf 5½%, nachdem sie seit 2010 stets über 6% gelegen hatte. Besonders ausgeprägt war der Rückgang im Produzierenden Gewerbe, dessen Rentabilität um 1¾ Prozentpunkte deutlich abnahm. Aber auch die Umsatzrendite der Dienstleister ging um gut ½ Prozentpunkt zurück.

Die Bilanzsumme der Konzerne wuchs im Jahr 2015 mit 7% überdurchschnittlich stark.<sup>9)</sup> Aktivseitig verzeichneten die langfristigen Vermögenswerte mit 8% den größten Zuwachs. Der Anteil der beiden größten Unterpositionen an der Bilanzsumme, der immateriellen Vermögenswerte und der Sachanlagen, stieg in der Berichtsperiode, nachdem in den Jahren zuvor das Bilanzgewicht der immateriellen Vermögenswerte tendenziell gestiegen und die Sachanlagenquote gefallen war. Die immateriellen Vermögenswerte der Unternehmensgruppen wuchsen dabei mit 8½% um gut ½ Prozentpunkt stärker als das Sachvermögen. Dies ist besonders auf den mit Unternehmenskäufen<sup>10)</sup> verbundenen Erwerb von immateriellen Vermögenswerten (wie z. B. Patenten und Markenrechten) zurückzuführen.<sup>11)</sup> Als Folge einer ungewöhnlich großen Firmenwertberichtigung von E.ON in Höhe von 5,3 Mrd € blieb die Entwicklung des Goodwill mit einer unterdurchschnittlichen Zunahme von 5¾% im vergangenen Jahr hinter dem Wachstum des Gesamtvermögens zurück. Ungeachtet dessen haben die Firmenwerte seit Abschaffung der planmäßigen Abschreibungen im Jahr 2005 beträchtlich an Bedeutung gewonnen – sie wuchsen seither schneller als die meisten anderen Vermögenswerte. In Relation zur Bilanzsumme ist über die gesamte Zeitspanne ein Anstieg um rund 3¼ Prozentpunkte auf 12% zu beobachten.

6 Die Preiselastizität scheint in diesem Bereich zumindest kurzfristig relativ niedrig zu sein.

7 Über 60% der Unternehmensgruppen haben in der Berichtsperiode ein höheres operatives Ergebnis (EBIT) als im Jahr 2014 erzielt.

8 Das EBIT spiegelt die Ergebnisse der betrieblichen Geschäftstätigkeit wider.

9 Das durchschnittliche Bilanzsummenwachstum lag in den Jahren nach der Großen Rezession bei 5%.

10 Der Anstieg der Beteiligungen schlug sich auch in der Einzelabschlussstatistik nieder.

11 Im Falle eines Unternehmenserwerbes werden im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation bisher nicht angesetzte Vermögenswerte bilanziert.

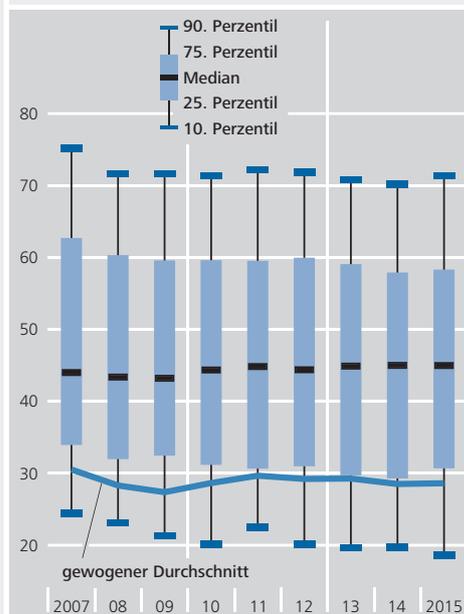
Auf der Passivseite stiegen die Finanzschulden um 8%. Darunter knüpften die kurzfristigen Finanzschulden an ihren starken Wachstumstrend – von durchschnittlich 9¾% pro Jahr seit 2010 – mit 8½% im vergangenen Jahr nahezu wieder an. Trotz des gestiegenen Umfangs der Finanzschulden in den Konzernbilanzen nahm das gesamte Fremdkapital lediglich um 5¾% zu. Dies lag vor allem an den Pensionslasten, die verglichen mit dem Jahresende 2014 um 11½% (20 Mrd €<sup>12)</sup> niedriger bewertet wurden.<sup>13)</sup> Der resultierende Passivtausch stärkte das Eigenkapital der Konzerne. Überdies wurden Belastungen aus Sicherungsgeschäften durch Erträge aus Währungsumrechnungsdifferenzen um rund 6 Mrd € überkompensiert, was zusätzlich zu den einbehaltenen Gewinnen zu einer Erhöhung der Eigenkapitalbasis führte. Insgesamt wuchs das Eigenkapital dadurch um knapp 8¾% beziehungsweise 46 Mrd €; das war deutlich stärker als im Mittel der Vorjahre.<sup>14)</sup>

Als Folge stieg die gewogene Eigenkapitalquote im Aggregat während des Jahres 2015 – nach dem starken Rückgang des Vorjahres von rund 2 Prozentpunkten – um ½ Prozentpunkt auf 28½%. Hätten die Pensionslasten – die hier den stärksten einzelnen Einflussfaktor auf die Finanzstruktur der Unternehmensgruppen darstellen – stagniert, so wäre die gewogene Eigenkapitalquote ceteris paribus wegen des dynamischen Wachstums des Fremdkapitals um rund ½ Prozentpunkt gesunken.

Das Jahr 2015 ging zwar für einige deutsche Großkonzerne mit großen Ertragsbelastungen einher. Dennoch ist die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der deutschen Unternehmensgruppen insgesamt durch die weltweite und größtenteils sogar branchenübergreifende Diversifikation weiterhin als stabil zu erachten.

### Verteilungsparameter der Eigenkapitalquote nichtfinanzieller Konzerne<sup>\*)</sup>

in % der Bilanzsumme; Jahresendstände



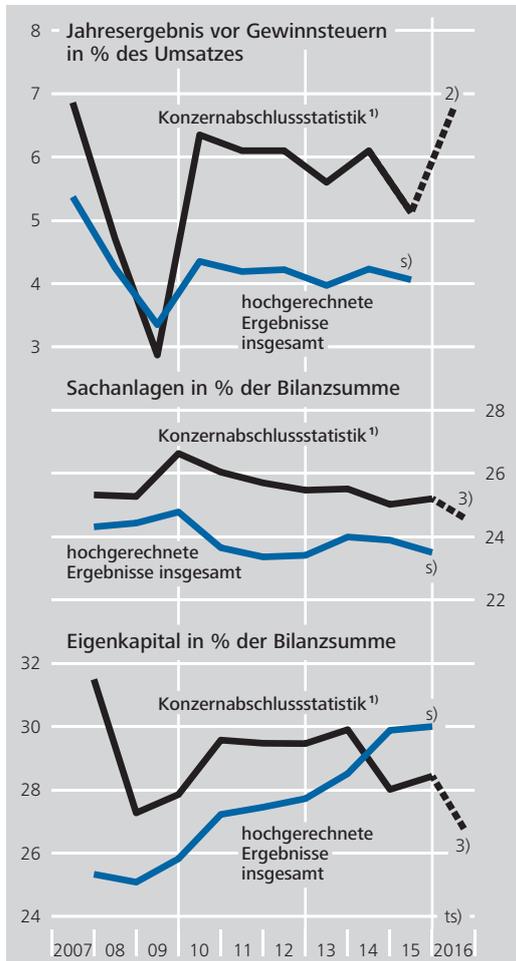
\* Der Berichtskreis umfasst ca. 230 in Deutschland im Prime Standard notierte nichtfinanzielle Unternehmensgruppen.  
 Deutsche Bundesbank

<sup>12</sup> Angaben wurden auf den gesamten Prime Standard hochgerechnet.

<sup>13</sup> In den Jahren zuvor war es durch den stetig sinkenden Stichtagszins hingegen zu beträchtlichen Aufstockungen der Pensionsrückstellungen gekommen.

<sup>14</sup> Das durchschnittliche Eigenkapitalwachstum betrug in den Jahren 2010 bis 2014 5½%.

### Ausgewählte Kennzahlen aus Konzern- und Jahresabschlüssen



1 Der Berichtskreis umfasst ca. 230 in Deutschland im Prime Standard notierte nichtfinanzielle Unternehmensgruppen.  
 2 Saisonbereinigter Durchschnitt 1. bis 3. Vj. 2016. 3 Bilanzstichtag 30. September 2016.  
 Deutsche Bundesbank

schätzungsweise auf knapp 20 Mrd €. Die Ausschüttung des bilanziellen Differenzbetrages, der sich durch die unterschiedlichen Kapitalwerte bei sieben- und zehnjähriger Glättung ergibt, wurde durch den Gesetzgeber allerdings untersagt; es sei denn, dass hierfür darüber hinausgehende freie Rücklagen genutzt werden können. Der ausschüttungsgesperrte Betrag verringert sich ab 2018 und wird, wenn das gegenwärtige Zinsniveau künftig konstant bleibt oder ansteigt, als Folge der Annäherung der Diskontierungzinssätze nach alter und neuer Rechtslage bis 2022 praktisch vollständig verschwunden sein.

Anders als in den nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) aufgestellten Abschlüssen der Einzelunternehmen schlagen sich in den nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften aufgestellten Konzernbilanzen die um ein niedriges Niveau schwankenden Marktzinsen in substanziellen (unterjährigen) Bewertungsänderungen der Pensionsrückstellungen nieder.<sup>13)</sup> Nachdem das Zinsniveau in der zweiten Hälfte des Vorjahres angezogen hatte, verbuchten die 35 größten börsennotierten Unternehmensgruppen am Jahresende 2015 Pensionsrückstellungen in Höhe von insgesamt 137 Mrd €. Die merkliche Absenkung des maßgeblichen Kapitalmarktzinssatzes in den ersten neun Monaten dieses Jahres bedeutete eine Erhöhung um 46 Mrd €, die sich allerdings durch das markante Anziehen der Zinsen im letzten Jahresviertel bis zum Bilanzstichtag am Jahresende wohl wieder deutlich relativiert. Die ausgeprägten Schwankungen in den Pensionsrückstellungen beeinflussen über die Gesamtergebnisrechnung das Eigenkapital. Dass die Eigenkapitalquote der Konzerne Ende September 2016 den Stand vom letzten Jahreswechsel um gut 1½ Prozentpunkte unterschritt, ist daher zu einem gewichtigen Teil den Bewertungsänderungen bei den Pensionsrückstellungen geschuldet. Eine negative Wirkung auf den Eigenkapitalausweis gab es des Weiteren im Zusammenhang mit der Uniper-Ausgliederung. Dagegen führten die Beiträge aus Währungsumrechnungen und Sicherungsgeschäften im sonstigen Ergebnis per saldo zu einer Entlastung beim Eigenkapital der Konzerne.

... demgegenüber stark schwankende Ansätze in den Konzernabschlüssen

Insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Bewertung langfristiger Rückstellungen in den Einzelbilanzen der Unternehmen 2016 anders anzupassen ist als in den Konzernbilanzen und diese Effekte im Aggregat durchaus wahrnehmbar sind, kann aus der weiteren Abnahme der Eigenkapitalquote bei den Konzernen nicht geschlossen werden, dass diese auch im nicht-

Rückgang der Eigenkapitalquote bei den Konzernen kein Indiz für entsprechende Entwicklung bei den nichtfinanziellen Unternehmen

13 Im Niedrigzinzbereich führen Zinsschwankungen wegen des nichtlinearen Zusammenhangs zwischen Zins und Kapitalwert zu überproportional hohen Auswirkungen bei den ermittelten Barwerten.

finanziellen Unternehmenssektor insgesamt sinkt. Im Gegenteil ist zu erwarten, dass Unternehmen, deren Fremdkapitalquote durch die zinsbedingte Erhöhung der langfristigen Rückstellungen in den vergangenen Jahren gestiegen ist, vermehrt Gewinne einbehalten; für die 2016 anfallenden Bewertungsgewinne wird

dies durch die gesetzlich verankerte Ausschüttungssperre gewissermaßen erzwungen. Mit Blick auf die Unternehmen ohne Pensionsrückstellungen gibt es zudem keine Hinweise darauf, dass der langfristige Trend der Eigenkapitalstärkung ausgelaufen ist.