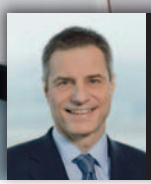
Petroplus-Ölraffinerie in Antwerpen.



Fall Petroplus: Verlust statt Gewinn

Der Raffineriebetreiber hatte für 2009 einen operativen Gewinn von 65 Millionen Dollar ausgewiesen. Durch eine nachträgliche Korrektur wurde daraus ein Verlust von 72 Millionen Dollar. CEO Jean-Paul Vettier.

Produktionsstätte von Nobel Biocare.



Fall Nobel Biocare: Rote Zahlen

Der Hersteller von Zahnimplantaten erzielte 2011 einen Reingewinn von 39,8 Millionen Euro. Das Gesamtergebnis rutschte jedoch mit einem Verlust von 5,3 Millionen Euro in die roten Zahlen. CEO Richard Laube.



Hauptsitz der Swiss Re in Zürich.

Fall Swiss Re: Verlust durch Verkauf

Der Rückversicherer hat für den Verkauf seines Geschäftsbereichs Admin Re 900 Millionen Dollar erhalten. Dadurch resultiert letztlich ein Verlust von ebenfalls 900 Millionen Dollar. CEO Michel Liès.

Zahlensalat

Bloss auf Kennzahlen zu vertrauen, kann riskant sein. Worauf Anleger sonst noch achten sollten, um den **Geschäftsverlauf** einer Firma richtig einschätzen zu können.

HANSJÖRG RYSER TEXT

Im Frühjahr 2011 war Jean-Paul Vettier, CEO von Petroplus, noch frohen Mutes. «Der Betriebsgewinn hat sich mehr als verdoppelt», vermeldete er gleich im zweiten Abschnitt des Geschäftsberichts. Weiter hinten konnten die Anleger lesen, dass der grösste europäische Raffineriekonzern den operativen Gewinn von 65,3 auf 155,4 Millionen Dollar verbessert habe.

In Tat und Wahrheit war die Lage jedoch weit weniger rosig. Der operative Gewinn war nur mit einem buchhalterischen Trick zustande gekommen. 2009 war eine Raffinerie aus dem operativen Geschäft ausgemustert worden. Ansonsten hätte ein operativer Verlust von 72 Millionen Dollar resultiert. Das sei nicht zulässig gewesen, urteilte die Aufsicht der Schweizer Börse bei ihrer Nachprüfung und büsste den Konzern deswegen mit 50 000 Franken.

Doch für die Anleger kam diese Nachricht zu spät. Unter dem unscheinbaren Titel «Einigung zwischen SIX Exchange Regulation und Petroplus Holdings AG» wurde die Korrektur erst am 2. November 2011 durch die Börse bekanntgemacht. Petroplus legte am gleichen Tag die Ergebnisse für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres vor. Eine Meldung zur Fehlbuchung von 2009 blieb aus. Wie hoch die Korrektur beim Ergebnis 2010 ausgefallen wäre, erfuhren ►

Fotos: Jock Fistick / Bloomberg (1), AFP (1), PR (4), Steffen Schmidt / Keystone



Öffentliche Telefone im Zürcher Hauptbahnhof.

Fall Swisscom: Eigenkapital schmilzt

Das Eigenkapital des Telekomriesen ist in gerade mal zwei Jahren um ein Drittel geschmolzen. Den 4,3 Milliarden steht ein Goodwill von 4,66 Milliarden Franken gegenüber. CEO Carsten Schloter.

► die Anleger nie mehr. Wenige Wochen später wurde dem Unternehmen von den Banken der Geldhahn zugedreht. Die Antworten auf die Anfragen von BILANZ zu den Umständen dieses Vorfalls blieben bis Drucklegung aus.

Kunst des Schönredens. Petroplus ist kein Einzelfall. Laut einer Studie der Accounting-Experten Professor Peter Leibfried und Lea Zingg von der Universität St. Gallen wurden zwischen 2003 und 2008 von der Schweizer Börse 31 Sanktionen ausgesprochen. Jedes vierte Unternehmen hat den Fehler klammheimlich korrigiert, ohne darüber zu informieren. Dafür wurde im Zeitraum der Sanktion ausgiebig über vieles andere berichtet, wie neue Aufträge oder Forschungsergebnisse. Um die Erwartungen der Anleger zu erfüllen, neigten Manager dazu, ihre Unternehmen besser darzustellen, beobachtet Leibfried (siehe Interview auf Seite 84). Zudem müssten Anleger befürchten, dass die Bekanntgabe solcher Korrekturen zu Einbussen bei den Aktienkursen führe.

Es müssen ja nicht gleich Regelverstösse sein wie bei Petroplus, mit denen die Wahrheit über die Geschäftslage gehübscht wird. Oft wird bloss der Zahlenkranz bei der Ergebnispräsentation so geflochten, dass den Anlegern ein glanzvolles Bild präsentiert werden kann. Vollmundig verkündete der Pharmakonzern Galenica zum Beispiel diesen Frühling, zum sechzehnten Mal in Folge ein zweistelliges Gewinnwachstum erzielt zu haben. Allerdings nur, weil das Gemeinschaftsunternehmen mit Fresenius, an dem Galenica zu 55 Prozent beteiligt ist, voll konsolidiert wird. Wer das Kleingedruckte im Geschäftsbericht auf Seite 93 liest, entdeckt jedoch, dass der Reingewinn um über fünf Millionen Franken tiefer ausgefallen ist als im Vorjahr, wenn die Minderheitsanteile abgezogen werden.

Goodwill als Damoklesschwert

Verhältnis von Eigenkapital und Gewinn zum ausgewiesenen Goodwill 2011. Verglichen werden die 30 Firmen im Schweizer Börsenindex SLI.

Die fünf Firmen mit dem grössten Anteil

Unternehmen	Goodwill in Mio. Fr.	Goodwill zu Eigenkapital in %	Goodwill zu Gewinn in %
Swisscom	4 664	109,2	682,9
Adecco	3 455	90,7	665,7
Roche	7 843	64,8	83,9
Sonova	896	60,8	363,2
Nobel Biocare	166	59,1	418,2

Die fünf Firmen mit dem tiefsten Anteil

Unternehmen	Goodwill in Mio. Fr.	Goodwill zu Eigenkapital in %	Goodwill zu Gewinn in %
Zurich	2 060	6,5	54,7
Richemont Fin.	479	5,6	31,0
Actelion	75	5,0	–51,2
Swatch	208	2,6	16,4
Bâloise	75	2,0	124,0

Goodwill: Differenz Kaufpreis zu Buchwert bei einer Übernahme. Quelle: Bloomberg

Fotos: Martin Rütschi / Keystone, PR

«Wir haben immer so kommuniziert», erklärt Finanzchef Jörg Kneubühler. Das entspreche den geltenden Rechnungslegungsnormen von IFRS. Gerade das Beispiel Galenica zeigt indes, dass es für Anleger immer schwieriger wird, den tatsächlichen Wert eines Unternehmens und seiner Aktien zu ermitteln.

«Wir sind bei der Transparenz wieder so weit wie vor 20 Jahren», beklagt Thomas Braun, Partner des Vermögensverwalters Braun, von Wyss & Müller sowie Mitglied der Expertengruppe für Rechnungslegung der Schweizer Börse. Der Unterschied bestehe immerhin darin, dass ein Anleger heute die Zahlen finden könne, wenn er wolle.

Immer wirrer. Nur, der Zahlensalat wird unter dem Joch der Rechnungslegungsnormen immer wirrer. Die Geschäftsberichte der 30 grössten börsenkotierten Schweizer Firmen – Banken und Versicherungen nicht eingerechnet – sind heute im Durchschnitt fast 170 Seiten dick, wie die Prüfgesellschaft Deloitte ermittelt hat. Die Erfolgsrechung umfasst bis zu 25 Positionen, die Bilanz gar bis zu 45 Aktiv- und Passivposten. Unklar ist oft nur schon, welche Gewinnzahl tatsächlich die wahre Rentabilität eines Unternehmens wiedergibt. Ist es der Reingewinn vor Minderheitsanteilen wie bei Galenica, oder ist es jener danach, ist es der bereinigte Gewinn nach Restrukturierungen oder etwa das Gesamtergebnis? Nobel Biocare weist zum Beispiel für 2011 einen Reingewinn von 40 Millionen Euro aus. Auf Seite 100 im Geschäftsbericht ist jedoch zu sehen, dass der Zahnimplantatehersteller beim Gesamtergebnis in die roten Zahlen gerutscht ist und einen Verlust von 5,3 Millionen Euro erlitten hat. Dieses Ergebnis werde massgeblich durch währungsbedingte Neubewertungen von Beteiligungen beeinflusst, schreibt das Unternehmen dazu. Es wird nicht in der konsolidierten Erfolgsrechnung gezeigt, sondern läuft unter dem Abschnitt «Comprehensive Income» oder zu Deutsch eben «Gesamtergebnis». Neben Währungseinflüssen wie bei Nobel Biocare werden da Sonderposten wie beispielsweise versicherungstechnische Ergebnisse aus Vorsorgeverpflichtungen aufgeführt. Sie werden direkt dem Eigenkapital verrechnet.

> Die Firmen haben Fehler klammheimlich korrigiert, ohne darüber zu berichten.

Auf diese Weise musste Swisscom im vergangenen Jahr unter anderem Verluste aus der Bewertung von Pensionsverpflichtungen von 781 Millionen Franken verzeichnen. Hinzu kam noch eine Korrektur von 1,6 Milliarden Franken im Goodwill wegen der Abwertung der Beteiligung an der italienischen Tochter Fastweb. So ist das Eigenkapital des halbstaatlichen Telekomriesen in den letzten zwei Jahren um rund ein Drittel geschmolzen. Absurd dabei: Dadurch ist die Eigenkapitalrendite gestiegen.

Selbst nach der Korrektur bei Fastweb weist Swisscom noch immer einen Goodwill von 4,7 Milliarden Franken aus. Es ist die einzige unter den 30 Firmen im Schweizer Börsenindex SLI, bei welcher der Goodwill grösser ist als das Eigenkapital. Er stammt hauptsächlich noch aus dem Rückkauf der Beteiligung von Vodafone an Swisscom Mobile im Jahr 2001. Der Goodwill ist die Differenz zwischen dem damaligen Kaufpreis und dem Buchwert der Beteiligung. Er muss regelmässig auf seine Werthaltigkeit hin überprüft und notfalls berichtigt werden. «Das Bewertungsrisiko dieser Position ist sehr gering», betont Huber. Die Werthaltigkeit werde von niemandem angezweifelt. Aber auch das Gegenteil nicht. Die Anleger müssen auf die Annahmen des Managements zur Ertragskraft und zum Potenzial dieses Geschäfts vertrauen. Oft kommt der wahre Wert erst beim Verkauf eines solchen Bereichs zutage. Und führt mitunter zu happigen Verlusten.

Einen solchen Verlust erlitt zum Beispiel soeben Rückversicherer Swiss Re beim Verkauf von Admin Re. In diesem Bereich werden ganze Portfolios von Kranken- und Lebensversicherungspolicen übernommen und verwaltet. Wie hoch der Wert dieser Bestände ist, hängt letztlich von den Annahmen des Managements über die zukünftigen Erträge ab. Nun konnte zwar Swiss Re durch den Verkauf dieser Einheit 900 ►



Peter Leibfried

«Zu komplexe Realität»

HSG-Professor Peter Leibfried über Gestaltungsspielräume bei der Rechnungslegung und die Folgen für die Anleger.

BILANZ: ***Wie weit stimmen Sie dem Spruch zu, dass man keiner Bilanz trauen soll, die man nicht selber frisiert hat?***
Peter Leibfried: Geschäftsabschlüsse werden innerhalb von rechtlichen Leitplanken erstellt. Ich stimme insofern zu, als es dazwischen Gestaltungsspielräume gibt. Die Realität ist einfach zu komplex, als dass sie sich exakt in Soll und Haben abbilden liesse.

Wo bestehen solche Spielräume?
Ein Unternehmen kann Ende Jahr mit Rabattverkäufen seine Umsätze noch etwas hochschrauben oder mit Zahlungen von Rechnungen die Verbindlichkeiten beeinflussen. Das ist allerdings nicht nachhaltig. Echter Ermessensspielraum besteht vor allem da, wo langfristige Annahmen über grosse Einzelpositionen zu treffen sind, etwa bei der Bewertung von Goodwill oder Rückstellungen. Weniger Möglichkeiten bieten Positionen mit schnellem Durchlauf wie Debitoren.



Peter Leibfried ist Professor für Audit und Accounting an der Universität St. Gallen.

Ist die Zunahme von Vorschriften zur Rechnungslegung eine wirksame Antwort darauf?
Grundsätzlich engen sie die Spielräume sicher ein. Aber sie animieren auch dazu, Lücken zu suchen. Entscheidend ist die wirtschaftliche Situation. In guten Zeiten zeigen Unternehmen lieber zu konservative Zahlen, in schlechten ein zu optimistisches Bild. Dem Phänomen wird man auch mit tausend weiteren Seiten an Vorschriften nicht beikommen.

Was treibt die Manager an?
Primär geht es darum, Erwartungen vor allem der Anleger zu erfüllen. Lieber werden Quartalserwartungen leicht übertroffen, um nicht eine scharfe Korrektur beim Aktienkurs zu riskieren. Nachgelagert spielt auch die Vergütung eine Rolle. Verfehlte Budgets können eine Bonuskürzung zur Folge haben.

Also liegt das Problem primär in der Kommunikation?
Vor allem in der Oberflächlichkeit und Geschwindigkeit der Kommunikation, wenn es um Headlines geht. Unternehmen neigen gerne dazu, bereinigte, normalisierte oder sonst wie angepasste Ergebnisse zu präsentieren, die nach einem Erfolg klingen. Allfällige nachträgliche Erkenntnisse, was genau in der Jahresrechnung passiert ist, finden dann kaum noch Beachtung.

Worin besteht der Schaden, den Anleger erleiden?
Irgendwann kommt die Wahrheit jeweils ans Licht. Die Reaktionen sind dann umso heftiger und führen zu einer ständigen weiteren Verschärfung der Vorschriften.

Auf welche Geschäftszahlen können sich Anleger verlassen?
Zunächst einmal müssen sie das Geschäft des Unternehmens verstehen, in das sie investieren. Zuverlässige Eckwerte liefern vor allem Geschäftszahlen zur Liquidität wie der operative Cashflow. Zusammen mit den Zahlungen für Investitionen und an Anteilseigner sollte sich ein nachhaltiges finanzwirtschaftliches Gleichgewicht ergeben.

► Millionen Dollar einnehmen. Allerdings resultiert daraus effektiv ein Verlust in gleicher Höhe. Weder beim Goodwill noch sonst wo im Geschäftsbericht finden Anleger jedoch konkrete Hinweise, wie Swiss Re dieses Geschäft bewertet hat und warum es zu einem solchen Verlust kommen konnte. Mehr Details dazu stellt Swiss Re im Abschluss zum zweiten Quartal in Aussicht. Laut Peter Casanova, Vorstandsmitglied der Swiss CFA Society und Leiter Aktienanalyse bei Sarasin, hängen bei Versicherungen bis zu 80 Prozent der Bilanzsumme von versicherungstechnischen Modellannahmen ab.

Blick aufs Kleingedruckte. Doch schon bei simplen Kennzahlen von Industrieunternehmen wie etwa dem Umsatz müssen Anleger dem Management vertrauen. Für eine bisher kaum beachtete Überraschung sorgte Nestlé. 2007 wurde endlich das lang ersehnte Ziel von Doyen Helmut Maucher erreicht: Der Nahrungsmittelmulti konnte erstmals einen Umsatz von über 100 Milliarden Franken vermelden. Allerdings nur, weil Rabatte nicht wie branchenüblich als Minderung, sondern als Marketingaufwand verrechnet wurden. Die entsprechende Korrektur im Geschäftsbericht 2011 führte für das Geschäftsjahr 2010 zu einem Umsatzschwund um nicht weniger als 16,7 Milliarden auf noch 93 Milliarden Franken.

Schon bei simplen Kennzahlen wie etwa beim Umsatz müssen Anleger vertrauen.

Für Anleger müssen die Folgen nicht immer so verheerend sein wie bei Petroplus, wenn sie blind den allgemein zugänglichen Kennzahlen vertrauen. Um Risiken und Chancen besser beurteilen zu können, kommen sie jedoch nicht umhin, einen Blick auf das Kleingedruckte im Geschäftsbericht zu werfen. Meiden sollten sie jene Firmen, wo der Zahlensalat allzu undurchsichtig und von allzu vielen Annahmen geprägt ist. ■

Foto: PR