

FACEBOOK

Wie Mark Zuckerberg zum
Herrscher des Internets wird

KONJUNKTUR

Deutschlands
Wirtschaft prescht voran

POST

Was bringt der
elektronische Brief?

wiwo.de

Wirtschafts Woche

28

12.7.2010 | Deutschland €4,30

28

4 198065 1804308



Dax im Stresstest

Exklusive Bilanzanalyse aller 30 Unternehmen

Schweiz CHF 7,50 | Österreich €4,60 | Benelux €4,80 | Bulgarien BGN 11,- | Dänemark DKK 40,- | Frankreich €4,80 | Griechenland €5,60 | Großbritannien GBP 4,70 | Irland €4,90 | Italien €5,30 | Kroatien KN 47,- | Lettland LVL 4,30 | Polen PLN 26,50 (€4,40) | Portugal €5,30 | Slowakei €5,40 | Spanien €5,30 | Tschechische Rep. CZK 192,- | Türkei YTL 13,- | Ungarn FT 1900,-

Genau durchleuchtet

Rauf, runter, rauf: Aktionäre brauchen 2010 starke Nerven. Zeit für einen Stresstest der 30 größten börsennotierten deutschen Unternehmen. Wer im Dax wirklich Geld verdient, wo Abstürze drohen, zeigt eine exklusive Analyse.

Jahrzehntelanges Gespött macht müde. Wenn Analysten über eine „Großbank mit angeschlossener Elektroabteilung“ reden, wissen altgediente Börsianer sofort, wer gemeint ist: Siemens. Jetzt endlich verhält sich der Münchner Konzern seinem althergebrachten Image entsprechend und gründet – eine Bank. Siemens-Chef Peter Löscher will zukünftig über das eigene Bankhaus seine Kasse von knapp neun Milliarden Euro managen.

Anleger sollten aber nicht glauben, sie kauften mit der Siemens-Aktie gleich auch noch einen hübschen Bestand an Barem mit ein. Ironie der Geschichte: Anders als früher schwimmt Siemens schon lange nicht mehr im Geld. Denn netto hat Siemens Schulden zu tilgen – unterm Strich, abzüglich der Kasse, gut sieben Milliarden Euro. Früher war es anders: 1994 etwa hatte Siemens nach Abzug der Schulden noch zehn Milliarden Euro netto auf der hohen Kante. Siemens-Aktionäre müssen zudem im Laufe des Jahres mit einer Gewinneinbuße von ein bis zwei Milliarden Euro rech-

nen. Denn den Münchnern droht eine hohe Abwertung auf ihre teuer zusammengekaufte Diagnostiksparte.

Siemens zeigt: Image ist nichts, alte Weisheiten gelten nicht mehr, Investoren kommen um einen Blick auf die Zahlen hinter den Fassaden der goldgeränderten Bilanzen nicht herum. Was sich dahinter verbirgt, zeigen exklusive Untersuchungen der Universität St. Gallen, der Stuttgarter Beratergesellschaft FAS AG und der WirtschaftsWoche. Zusammen wurden wichtige Kennziffern für die Unternehmen aus dem Deutschen Aktienindex (Dax), der in diesem Jahr ungewöhnlich stark schwankt und gerade zum siebten Mal die 6000-Punkte-Marke übersprang, ins Visier genommen.

Die Ergebnisse liefern Anlegern gute Indizien dafür, wie leistungsfähig die 30 Unternehmen wirklich sind. Aus den Zahlenwerken lässt sich

filtern, welche Aktien robuster sind als andere, welche Unternehmen hohe Risiken verbergen und wer dank starker Bilanz für die Zukunft gerüstet ist.

Die Universität St. Gallen hat analysiert, welche Abschreibungspolitik die Dax-30-Unternehmen nach Übernahmen betreiben. Bilanzspezialisten der FAS AG haben abgeklopft, bei wem sich wegen einer künftigen Regeländerung im Bilanzrecht voraussichtlich neue Milliarden schulden auf türmen werden. Zu-

dem mussten sich die 26 Industrieunternehmen im Dax einem Check ihrer Ertrags- und Investitionskraft unterziehen.

MEHR MANIPULATION
Gerade in Krisenzeiten ist es für Unternehmensmanager verlockend, an ihrem Zahlenwerk zu drehen – bis hin zur bewussten Manipulation. Einer Studie der Wirtschaftsprüfer von PricewaterhouseCoopers (PwC) zufolge »

DIAGNOSE:

BILANZSTARK

SAP
Beiersdorf
BASF
Volkswagen

BILANZSCHWACH

HeidelbergCement
Deutsche Post
Metro

ILLUSTRATION: TORSTEN WOLBER

» ist der Anteil von Bilanzfälschungen an allen Wirtschaftsstraftaten 2009 auf 38 Prozent gestiegen, 2007 lag der Anteil bei auch schon beachtlich hohen 27 Prozent. Gut zwei Drittel der von PwC befragten Manager stimmten der Aussage zu, dass höherer Druck, etwa durch Anteilseigner und Analysten, und neue Anreize zur Stei-

Summe waren die Unternehmen besser als 2008, als noch 27 Prozent der Geschäftsabschlüsse durchfielen. Die schlechte: „Erstmals sahen wir bei den größeren Unternehmen ein höheres Fehlerquotenniveau als im Gesamtdurchschnitt aller Firmen“, sagt Herbert Meyer, Chef der Bilanzwächter und ehemali-

und Gewinnen über mehrere Jahre und der Entwicklung der Nettoschulden sollten Anleger aktuell vor allem die Abschreibungspolitik der Unternehmen beobachten. Abschreibungen sind Korrekturen von in der Bilanz verbuchtem Vermögen, die den ausgewiesenen Gewinn eines Jahres drücken.

Brisant ist nach zwei Jahren Rezession vor allem die Abschreibung von Übernahmeprämien. In Boomjahren sind Aufkäufer euphorisch. Sie bieten bei Übernahmen oft einen deutlichen Zuschlag auf den eigentlichen Wert des Kaufobjektes und treffen reichlich optimistische Annahmen über die künftigen Erträge und damit den neuen, zu bilanzierenden Wert ihrer Braut. Schaffen die Zukäufe die erhofften Erträge nicht – und angesichts der Krise der Weltwirtschaft ist dies bei den meisten Unternehmen wahrscheinlich –, müssen die Übernahmeprämien abgeschrieben werden. Schleppt ein Konzern die Prämien aber seit Jahren beharrlich durch die eigenen Bücher, drohen in Zukunft hohe Verluste. Anreize, eher wenig

abzuschreiben, gibt es genug. „Vorstände wissen, dass die Börse vor allem auf die Gewinn- und Umsatzentwicklung eines Unternehmens schaut und kaum auf das Zustandekommen dieser Zahlen. Das verführt Finanzchefs naturgemäß dazu, bilanzielle Spielräume für einen höheren Gewinnausweis zu nutzen“, sagt Peter Leibfried, Professor für Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung an der Universität St. Gallen. Schließlich hängen Manager-Boni häufig am Gewinn oder an der Kursentwicklung der Aktie.

GEWINN LEICHT BEEINFLUSSBAR

Wer eine Aktie nur anhand des vom Unternehmen ausgewiesenen Gewinns bewertet, liegt oft schief (siehe Kasten Seite 82). Denn die Jahresüberschüsse der Dax-Unternehmen, also die Nettogewinne nach Abzug aller Aufwendungen für Personal, Material, Zins und Steuern, schwanken deutlich stärker und sind leichter positiv zu beeinflussen als die Mittelzuflüsse (Cash-Flows). „Im operativen Cash-Flow spiegelt sich der Ertrags-



Beiersdorf

1,8 Milliarden Euro hat der Kosmetikkonzern **in der Kasse**. Zudem sind die jährlichen Mittelzuflüsse sehr konstant und die Firmenwerte gering.

trend besser und stabiler wider als in den Jahresüberschüssen“, so Leibfried.

Der operative Mittelzufluss oder operative Cash-Flow gibt an, wie viel Geld aus den Umsätzen tatsächlich in der Kasse eines Unternehmens hängt bleibt. Nur der operative Cash-Flow gibt Aufschluss darüber, was zum Beispiel Linde mit dem Verkauf seiner Spezialgase in die Kasse bekommt, ob der immer wieder durchgeschüttelte Chiphersteller Infineon über-

lebensfähig ist oder ob das Dax-Neumitglied HeidelbergCement seine Milliarden-schulden zurückzahlen kann. Der Mittelzufluss zeigt also, wie viel Geld ein Unternehmen in einem Geschäftsjahr für neue Investitionen, für das Ablösen alter Schulden oder für eine Dividende erwirtschaftet hat.

Eine Kette harter Cash-Flow-Zahlen konnte in den vergangenen Jahren auch der findigste Finanzchef kaum zurechtbiegen. Als eine der wenigen Bilanzkennzahlen war der Mittelzufluss von den zahlreichen Änderungen der Bilanzregeln so gut wie nicht tangiert.

Doch selbst dies hat sich nun geändert – schlagartig.

Im vergangenen Jahr wurden die in 90 Ländern geltenden International Financial Reporting Standards (IFRS) modifiziert. Bei einigen Unternehmen führen diese Regeländerungen zu einem deutlich veränderten operativen Cash-Flow.

Im Sinne des Erfinders ist das nicht. Seit 2005 wurden in vielen Ländern die International Financial Reporting Standards zur Pflicht, die es Anlegern er- »



»Erstmals sahen wir bei größeren Firmen mehr Fehler«

gerung des persönlichen Einkommens das Risiko erhöhten, dass Geschäftsabschlüsse manipuliert wurden – bis über die Grenze des Erlaubten hinaus. Auch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) in Berlin, gemeinhin als „Bilanzpolizei“ apostrophiert, musste 2009 erneut viele Unternehmen rügen (siehe Kasten Seite 88). Bei jeder fünften geprüften Bilanz war die Rechnungslegung fehlerhaft. Die gute Nachricht: In

ger Finanzvorstand von Heidelberger Druck. Dieser Effekt sei in erster Linie auf die Finanz- und Wirtschaftskrise zurückzuführen, die insbesondere bei Risiko- und Prognoseberichten zu Fehlern führte.

DIE MITTELZUFLÜSSE ZÄHLEN

Wichtige Informationen liefern, wenn sie denn korrekt verfasst wurden, die Geschäftsberichte. Neben Mittelzuflüssen

MITTELZUFLUSS ENTSCHEIDET

Welche Dax-Industrieunternehmen eine hohe Ertragskraft besitzen

	Nettogewinn ¹								Gewinn- verände- rung ² 2003/09	Gewinn- trend 2003 bis 2009	operativer Cash-Flow ²							Cash-Flow- Verände- rung ² 2003/2009	Cash-Flow Trend	Cash-Flow- Veränderung hält mit Gewinn mit ⁴	Bewertung Ertragskraft
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2003			2004	2005	2006	2007	2008	2009					
Adidas	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,2	-0,1	↗	0,7	0,6	0,4	0,8	0,8	0,5	1,2	0,5	↗	ja	mittel	
BASF	0,9	2,0	3,0	3,2	4,1	2,9	1,4	0,5	↗	4,9	4,6	1,6	5,9	5,8	5,0	6,3	1,4	↗	ja	hoch	
Bayer	-1,4	0,7	1,6	1,7	4,7	1,7	1,4	2,8	↗	2,9	2,1	3,2	3,7	3,6	2,9	4,6	1,7	↗	nein	hoch	
Beiersdorf	0,3	0,3	0,3	0,7	0,4	0,6	0,4	0,1	↗	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	↗	ja	mittel	
BMW	1,9	2,2	2,2	2,9	3,1	0,3	0,2	-1,7	↘	8,2	9,3	10,7	10,0	11,8	10,6	10,3	2,1	↗	ja	mittel	
Daimler	0,4	2,5	2,8	3,7	4,0	1,3	-2,6	-3,0	↘	16,5	11,1	12,4	14,3	13,1	3,2	11,2	-5,3	↘	ja	mittel	
Deutsche Börse	0,2	0,3	0,4	0,7	0,9	1,0	0,5	0,3	↗	0,6	0,4	0,7	0,8	0,8	1,3	0,8	0,2	↗	ja	hoch	
Deutsche Post	1,3	1,6	2,2	1,9	1,4	-1,7	0,6	-0,7	↘	2,9	2,1	3,5	3,6	5,0	2,2	-0,8	-3,7	↗	ja	sehr gering	
Deutsche Telekom	1,3	1,6	5,6	3,2	0,6	1,5	0,4	-0,9	↘	14,3	16,7	15,0	14,2	13,7	15,4	15,8	1,5	↗	ja	mittel	
E.On	4,6	4,3	7,4	5,6	7,2	1,3	8,4	3,8	↗	5,5	5,8	6,6	7,2	8,7	6,7	9,1	3,6	↗	ja	sehr hoch	
Fresenius	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,5	0,4	↗	0,8	0,9	0,8	1,1	1,3	1,1	1,6	0,8	↗	ja	mittel	
Fresenius Med. Care ³	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9	0,6	↗	0,8	0,8	0,7	0,9	1,2	1,0	1,3	0,5	↗	ja	hoch	
HeidelbergCement	0,1	-0,4	0,4	1,0	2,0	1,8	0,0	-0,1	↘	0,7	0,9	0,8	1,3	1,9	1,5	1,2	0,5	↗	ja	mittel	
Henkel	0,5	1,7	0,8	0,9	0,9	1,2	0,6	0,1	↗	0,1	0,8	1,1	0,9	1,1	0,7	1,8	1,7	↗	ja	mittel	
Infineon	-0,4	0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-2,9	-0,6	-0,2	↗	0,7	1,9	1,1	1,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,8	↘	ja	sehr gering	
K+S	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,9	0,1	0,0	↗	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,8	0,5	0,2	↗	ja	gering	
Linde	0,1	0,4	0,5	1,8	1,0	0,7	0,6	0,5	↘	1,3	1,3	1,4	1,1	1,3	1,5	1,8	0,5	↗	ja	mittel	
Lufthansa	-1,0	0,4	0,5	0,8	1,7	0,6	-0,1	0,9	↘	1,4	1,9	2,0	2,1	3,0	2,5	2,0	0,6	↗	ja	mittel	
MAN	0,2	0,3	0,5	0,9	1,2	1,2	-0,3	-0,5	↗	0,9	0,9	1,3	0,8	2,1	0,1	1,5	0,6	↗	ja	mittel	
Merck	0,2	0,7	0,7	0,8	3,5	0,4	0,4	0,2	↘	0,8	0,6	0,7	0,8	1,2	1,0	1,4	0,6	↗	ja	mittel	
Metro	0,5	0,8	0,5	1,1	0,8	0,4	0,4	-0,1	↘	2,7	2,4	1,7	2,8	2,7	2,2	2,0	-0,7	↗	ja	gering	
RWE	1,0	2,1	2,2	3,8	2,7	2,6	3,6	2,6	↗	5,3	4,9	5,3	6,8	6,1	9,3	5,3	0,0	↗	ja	hoch	
SAP	1,1	1,3	1,5	1,9	1,9	1,9	1,7	0,6	↗	1,5	1,8	1,6	1,8	2,0	2,2	3,0	1,5	↗	ja	sehr hoch	
Siemens	2,4	3,4	2,2	3,1	3,8	5,7	2,3	-0,1	↗	5,7	5,1	3,1	5,1	6,2	7,8	5,8	0,1	↗	ja	mittel	
ThyssenKrupp	0,6	0,9	1,0	1,6	2,1	2,2	-1,9	-2,5	↗	2,0	2,5	3,4	3,5	2,2	3,7	3,7	1,7	↗	ja	mittel	
Volkswagen	1,0	0,7	1,1	2,7	4,1	4,8	1,0	0,0	↗	8,4	11,5	10,7	14,5	15,7	10,8	16,0	7,6	↗	ja	mittel	

¹ Gewinn nach Minderheiten in Milliarden Euro; ² in Milliarden Euro; ³ Angaben in Milliarden Dollar; ⁴ absolut betrachtet; Beispiel: Gewinn + 1,0 Cash-Flow in etwa + 1,0 oder besser = ja, unter Berücksichtigung aller Jahre; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; jeweils Geschäftsjahresende (30. September oder 31. Dezember)

WER NOCH GAS GEBEN KANN

Investitionskraft der Dax-Unternehmen

	Umsatz ¹	operativer Cash-Flow ¹	Nettoschulden (-) Nettoliquidität (+)	Bewertung der Investitionskraft
Adidas	10,4	1,2	-1,2	hoch
BASF	50,7	6,3	-12,5	hoch
Bayer	31,2	4,6	-10,1	mittel
Beiersdorf	5,4	0,6	+1,8	sehr hoch
BMW	50,7	10,3	-51,2	mittel
Daimler	78,9	11,2	-51,6	mittel
Deutsche Börse	2,3	0,8	-0,9	hoch
Deutsche Post	46,2	-0,8	-2,8	mittel
Deutsche Telekom	64,6	15,8	-43,6	mittel
E.On	81,8	9,1	-30,6	mittel
Fresenius	14,2	1,6	-8,4	gering
Fresenius Medical Care ²	11,2	1,3	-4,4	mittel
HeidelbergCement	11,1	1,2	-8,4	sehr gering
Henkel	13,6	1,8	-3,2	mittel
Infineon ³	3,0	-0,1	+1,0	mittel
K+S	3,6	0,5	-0,4	mittel
Linde	11,2	1,8	-6,1	gering
Lufthansa	22,3	2,0	-2,5	hoch
MAN	12,0	1,5	-2,3	hoch
Merck	7,7	1,4	-0,1	sehr hoch
Metro	65,5	2,0	-7,1	gering
RWE	46,2	5,3	-12,9	mittel
SAP	10,7	3,0	+2,1	sehr hoch
Siemens ³	76,7	5,8	-7,1	hoch
ThyssenKrupp ³	40,6	3,7	-4,2	hoch
Volkswagen	105,2	16,0	-53,2	mittel

¹ 2009 in Milliarden Euro; ² in Milliarden Dollar; ³ Umsatz Geschäftsjahresende 2009 (30. September) (Schulden: letzte verfügbare Daten); Quelle: Bloomberg, Geschäftsberichte; alle Zahlen gerundet

Schönwetter oder nicht?

Was wichtige Begriffe aus Bilanz- und Börsenwelt bedeuten, wie aussagekräftig sie sind.

Gewinn-und-Verlust-Rechnung

Vom Umsatz ausgehende Berechnung aller Aufwendungen binnen eines Jahres, Halbjahres oder Quartals. Vom Umsatz abgezogen werden unter anderem Personal-, Material- oder Abschreibungsaufwand, addiert werden Erträge wie etwa die Zinseinnahmen eines Unternehmens. Unter dem Strich bleibt der Jahresüberschuss übrig. Er entspricht dem Nettogewinn (Gewinn nach Steuern); fällt unterm Strich ein Minus an, spricht man vom Jahresfehlbetrag.

Ergebnis je Aktie

EPS/Earnings per Share. Das Ergebnis je Aktie wird berechnet, indem der Jahresüberschuss eines Unternehmens durch die Zahl der Aktien des Unternehmens geteilt wird.

Kurs-Gewinn-Verhältnis

Der aktuelle Aktienkurs geteilt durch das Ergebnis je Aktie ergibt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Im Durchschnitt notieren die 30 Dax-Aktien derzeit – auf Basis der für 2010 erwarteten Gewinne – bei einem KGV von 11,6. Die Schätzungen zum Dax-KGV beruhen nicht nur auf echten Nettogewinnen, sondern zum Teil auch auf sogenannten Pro-forma-Gewinnen oder Pro-forma-EPS. In diese Berechnung fließen nicht alle Aufwendungen eines Unternehmens ein. Das KGV 11,6 ist deshalb nicht über Gebühr günstig, sondern darf in etwa als angemessen gelten.

Operativer Cash-Flow

Zufluss aus laufender Geschäftstätigkeit, der entweder ausgehend vom Jahresüberschuss oder vom Gewinn vor Zinsen und Steuern (Ebit) errechnet wird und angibt, wie viel Geld aus den Umsätzen eines Unternehmens tatsächlich in der Kasse hängen bleibt und zum Beispiel für Investitionen oder Dividenden zur Verfügung steht. Der Cash-Flow ist aussagekräftiger als ein isoliert betrachteter Gewinn und damit eine der wichtigsten Kennziffern für Aktionäre. Allerdings erschweren Regeländerungen die Vergleichbarkeit, sodass bei einigen Unternehmen der operative Mittelzufluss bereinigt werden muss, um zu Vorjahren vergleichbare Werte zu ermitteln.

Freier Cash-Flow

Gibt die freien, dem Unternehmen zur Verfügung stehenden Mittel an. Unternehmen berechnen den freien Cash-Flow (sehr grob: operativer Cash-Flow abzüglich von Posten wie Investitionen) unterschiedlich.

Nettofinanzschulden

Verbindlichkeiten aus Krediten oder Anleihen abzüglich des Kassenbestands und kurzfristig veräußerbarer Wertpapiere eines Unternehmens.

Firmenwert-Abschreibung

Wer bei Übernahmen Prämien auf den Unternehmenswert des gekauften Konkurrenten bezahlt hat, muss einmal jährlich diesen Prämienwert (Goodwill) überprüfen. Die Unternehmen führen dazu einen sogenannten Impairment Test durch. Halten die ursprünglich beim Erwerb erwarteten Umsätze, Cash-Flows, Gewinne oder Kosten dem Test nicht stand, muss der Firmenwert abgeschrieben werden. Wie alle Abschreibungen mindert die Firmenwert-Abschreibung Gewinn und Eigenkapital, allerdings nicht den Cash-Flow, da diese Abwertungen keine Geldflüsse auslösen.

Ebitda

Ergebnis vor Steuern, Zinsen, Abschreibungen und Amortisation. Schönwetterkennzahl, aus der alle möglichen Aufwendungen, die ein Unternehmen im Laufe einer Periode hat, herausgerechnet sind. Aktionäre finden häufig auch Angaben zu Ebita (Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Amortisation) oder bereinigtem Ebitda und Ebita – alles Zahlen, die das Management nach Lust und Laune berechnen darf und die deshalb kaum etwas aussagen. Am meisten Aussagekraft hat noch das Ebitda im Verhältnis zum Schuldenstand (je geringer die Relation Ebitda zu Schulden, desto besser steht das Unternehmen da).

Ebit

Fallen außerordentliche Zinsergebnisse an, ist das Ergebnis vor Steuern und Zinsen die erste wichtige Kennzahl für den Aktionär. Das Ebit ist das aus dem laufenden Geschäft heraus erwirtschaftete Betriebsergebnis eines Unternehmens.

Ebt

Ergebnis vor Steuern. Zins- oder Finanzergebnis sind im Ebt mit enthalten.

KBV

Kurs-Buchwert-Verhältnis. Verhältnis von Kurs zu dem dem Aktionär zustehenden Eigenkapital. Bei einem KBV unter 1 gilt eine Aktie als günstig. Problem: Abschreibungsgefährdetes Vermögen schönt den Buchwert heute enorm. Bei Unternehmen ohne hohe Firmenwerte können Anleger das KBV nutzen, bei Banken auf keinen Fall. Die 30 Dax-Unternehmen notieren zurzeit bei einem KBV von 1,39. Sie sitzen zudem auf 181 Milliarden Euro abschreibungsgefährdetem Goodwill. Gemessen am KBV ist der Dax teuer.

US-GAAP

United States Generally Accepted Accounting Principles, Bilanzstandard der USA. Bisher verpflichtend für den Abschluss aller an US-Börsen notierten Unternehmen. Seit den Geschäftsjahren, die nach dem 15. November 2007 geendet haben, dürfen ausländische Unternehmen auch nach dem Standard IFRS bilanzieren.

IFRS

International Financial Reporting Standards. Internationaler Bilanzstandard (Anwendung in mehr als 90 Ländern). Seit 2005 in Deutschland Pflicht für den Konzernabschluss aller Unternehmen, die Anleihen oder Aktien öffentlich notiert haben.

HGB

Handelsgesetzbuch. Standard für den Einzelabschluss aller Unternehmen in Deutschland. Der Einzelabschluss der AG umfasst nicht alle Töchter des Konzerns, ist aber Grundlage für die Dividenden.

Dividende

Wird in der Regel je Aktie angegeben. Die nächste, erwartete oder bereits angekündigte Dividende geteilt durch den aktuellen Aktienkurs ergibt die Dividendenrendite eines Unternehmens. Der Dax rentiert bei einer erwarteten, recht attraktiven Dividendenrendite von rund 3,2 Prozent. Spitze ist die Telekom-Aktie mit 7,8 Prozent Rendite.

» leichtern sollen, börsennotierte Konzerne miteinander zu vergleichen. Daneben existieren die wichtigen US-Bilanzregeln GAAP, das deutsche Handelsgesetzbuch und andere länderspezifische Regelwerke. Damit nicht genug: Jährlich neue Richtlinien – zur Bewertung von Pensionslasten oder Wertpapieren etwa – machen die Regelwerke noch schwerer durchschaubar.

Die Unternehmen passen ihre Zahlen immer den jeweils geltenden Regeln an – der Vergleich mit den Ursprungsergebnissen früherer Jahre wird dadurch erheblich erschwert. „Die permanenten Strukturbrüche erschweren die Unternehmensanalyse im Zeit- und zwischenbetrieblichen Vergleich. Und das wird sich in den nächsten zehn Jahren auch nicht ändern“, kritisiert Thomas Kaiser, Chef der Unternehmensanalyse der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW). „Wir bräuchten dringend eine Vereinfachung der Bilanzregeln“, stimmt DPR-Chef Meyer zu.

Beispiel VW. Als die Wolfsburger im Frühjahr ihre Bilanz vorlegten, hatten sie nach Regeländerungen ihre Vorjahres-



»Permanente Strukturbrüche erschweren die Analyse«

zahlen für den Cash-Flow neu justiert. Inklusiv der Regeländerung sackte der operative Mittelzufluss des Jahres 2008 im Vergleich zur Vorjahresangabe gleich um 76 Prozent auf nur noch 2,6 Milliarden Euro ab. Auch der Cash-Flow des abgelaufenen Geschäftsjahres erscheint plötzlich in einem schlechteren Licht (siehe Grafik rechts).

Um Anlegern einen vergleichbaren Überblick über die Ertragsstärke der jeweiligen Unternehmen zu geben, hat die WirtschaftsWoche, wenn notwendig, die operativen Cash-Flows angepasst – bei VW, BMW oder Daimler etwa.

Nur bei Banken und Versicherungen mit ihren von Finanzierungsgeschäften geprägten Bilanzen ändert sich für die Einschätzung nichts: Die Cash-Flow-Analyse hilft Anlegern bei ihnen nicht weiter. Grund: Die Banken finanzieren sich kaum aus dem eigenen Geschäft, sondern über den Kapitalmarkt. Bei ihnen bleibt Anlegern vor allem ein Blick auf ihre Abschreibungspolitik und die vo-



Siemens hat in der Vergangenheit **teuer zugekauft** und wenig abgeschrieben. Nun drohen Milliardenabwertungen in der Diagnostiksparte.

raussichtlich zukünftig erhöhten Schulden. Über vielen anderen Posten in ihren Bilanzen hängt aber der Schleier einer kaum nachvollziehbaren Bilanzierung.

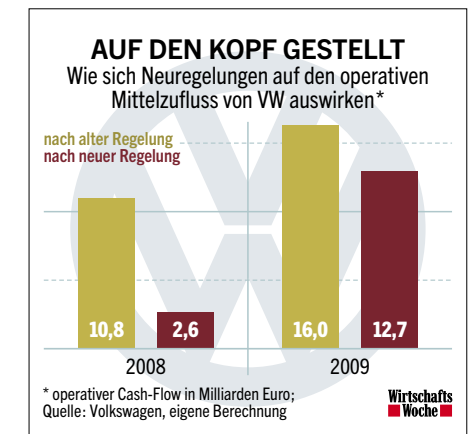
Wie stark die Industrie-Unternehmen im Dax mit zwischenzeitlicher Rezession und Finanzkrise zu kämpfen hatten, zeigt die Gewinnentwicklung 2009. Zwar verdienten die 26 Unternehmen von Adidas bis Volkswagen immerhin 20,1 Milliarden Euro – doch mehr als die Hälfte davon

Cash-Flow-stark blieben auch Bayer, SAP oder ThyssenKrupp. Die Deutsche Post und Infineon dagegen schrieben selbst auf Basis des Cash-Flows rote Zahlen. Das bedeutet: Investitionen und Schuldenabbau konnten sie nicht aus dem laufenden Geschäft finanzieren. Sie mussten beides aus der Substanz stemmen (siehe Tabelle Seite 78).

Wer intransparent bilanziert – das hat spätestens die Finanz- und Schuldenkrise gezeigt –, fährt für Außenstehende häufig völlig überraschend dramatische Verluste ein. Dabei sollten Aktionäre Bilanzen nachvollziehen können, ohne regelmäßig Wirtschaftsprüferkurse belegen zu müssen. Alle Buchungen, die in die Jahresabschlüsse der Unternehmen einfließen, sollen „wahrheitsgetreu und vollständig“ sein – so schreiben es die Grundsätze der ordnungsgemäßen Buchführung vor. Doch die Realität ist eine andere.

BLENDWERK STATT HARTE ZAHLEN

Die drohende Insolvenz des Karstadt-Konzerns Arcandor etwa übersahen viele Investoren, darunter auch die Arcandor-Großkreditgeber und -Eigner der Privatbank Sal. Oppenheim. Exchef Thomas Middelhoff hatte über Jahre vermeintlich blendende Zahlen präsentiert. Im Wortsinne waren diese genau das: Blendwerk. Noch im dritten Quartal 2007 tönte Middelhoff von einer „Verzehnfachung des bereinigten Ergebnisses der operativen Bereiche“. Im verkürzten Geschäftsjahr 2007 fuhr der Warenhauskonzern ein „deutlich verbessertes Ergebnis von 666 Millionen Euro“ ein. Gemeint war ein „bereinigter“ Gewinn vor Steuern, Zinsen, Abschreibungen und Amortisationen. Der Cash-Flow dagegen betrug seinerzeit nur noch 14,5 Millionen Euro. Bei rund 15 Milliarden Umsatz eine kümmergröÙe. Grund genug, alle Warnlampen an-»



Geschönte Gewinne

Bilanzen sind schwer verdaulich. Analysten filtern meist die aus ihrer Sicht wichtigen Kennzahlen heraus, an denen sich dann vor allem Profi-Investoren orientieren. Beharrlich orientieren sich Anleger vor allem am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) – dem anteiligen Gewinn je Aktie, gemessen am aktuellen Börsenkurs. Der Haken: Auch aus dem Gewinn je Aktie rechnen Analysten teilweise Sondereinflüsse heraus. „Selten ist nachvollziehbar, wie das KGV gerechnet wurde, das gilt insbesondere für die inhaltliche Abgrenzung der Gewinngröße“, sagt Thomas Kaiser, Chef der Unternehmensanalyse bei der Landesbank Baden-Württemberg. Vor allem, wenn Investoren mit den von vielen Unternehmen schöngerechneten Zahlen arbeiten und daraus das KGV ermitteln, wird es kritisch. Das KGV ist offenbar ungenau, die Aktie ist scheinbar günstig zu haben.

NICHT IN DIE FALLE TAPPEN

Investoren, die nur auf das KGV achten und nicht etwa die Höhe möglicher Abschreibungen auf erworbene Firmen mit in ihr Anlagekalkül einbeziehen, laufen oft in eine Falle. Eigentlich müssten Dax-Unternehmen bei Wertverlusten früher erworbener Töchter Firmenwerte (den sogenannten Goodwill) gewinnmindernd abschreiben. Weil sie das zuletzt fast gar nicht mehr taten, führt die aktuell relativ niedrige KGV-Bewertung des Dax von 11,6 in die Irre. Auch das Verhältnis aus Aktienkurs und dem den Aktionären zustehenden Eigenkapital je Aktie (Kurs-Buchwert-Verhältnis/KBV) täuscht. Die enormen Goodwill-Lasten sind hier ebenfalls nicht berücksichtigt. RWE etwa kostet ein ohnehin schon hohes KBV von 2,34. Sollte RWE seinen Goodwill um die Hälfte korrigieren, stiege das KBV auf 4,46. Bei Unternehmen mit niedrigem Goodwill können Anleger das KBV nutzen, bei Banken auf keinen Fall. Der Dax kostet derzeit ein KBV von 1,39 – erst unter 1,0 wäre er günstig. Plus dem Risiko von Milliardenabschreibungen sind die Dax-Werte am KBV gemessen sehr teuer. Betrachtet man das Kurs/Cash-Flow-Verhältnis je Aktie (KCF), sind die Dax-Werte dagegen relativ günstig. Sie kosten im Schnitt den 4,8-fachen Mittelzufluss des laufenden Jahres und liegen damit deutlich unter dem Durchschnittswert seit 1990: Der liegt 25 Prozent höher, bei 6,0.



Deutsche Post

Die **bilanzierten Schulden** dürften sich deutlich erhöhen. Zudem enttäuscht der Brief- und Logistikdienstleister bei der Ertragskraft.

» zuknipsen – was Middelhoff nicht tat. Das Beispiel Arcandor zeigt, dass Anleger alle um sogenannte Sonderfaktoren bereinigten Zahlen nur mit höchster Vorsicht genießen sollten. In der Regel versuchen sich die Unternehmen lediglich besser darzustellen, als sie es in Wahrheit sind.

Die Prüfungsgesellschaft KPMG stellte bei einer Untersuchung von 140 Bilanzen fest, dass in den Jahren 2008 und 2009 immer mehr Unternehmen krisenbedingt dazu übergingen, Anlegern lieber irgendwelche bereinigten Gewinnzahlen vor Sonderposten schmackhaft zu machen, als den – meist mickrigen – Jahresüberschuss zu präsentieren.

INFLATION AN SONDERPOSTEN

Eben jene Kennzahlen vor gleich mehreren Posten wie Zinsen, Abschreibungen, Steuern und Sonstigem sind untauglich und laut KPMG nicht vergleichbar. Insgesamt 30 unterschiedliche eigenmächtig konstruierte Sondereffekte rechneten die Finanzchefs aus ihren Gewinnen heraus. Dass Unternehmen besonders gern vor einem Börsengang solche Ertragszahlen vor Sonderfaktoren präsentieren, zeigt eine Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Deloitte, die 66 Wertpapierprospekte und Geschäftsberichte der vergangenen Jahre untersuchte.



Alle Dax-Firmen verfolgen eine merkwürdige Bilanzpolitik

Dabei versuchen nicht nur Finanzchefs windiger Unternehmen Schieflagen zu verbergen oder die tatsächliche Gewinnsituation zu verschleiern. Auch Weltkonzerne biegen ihre Zahlen zurecht, um Anteilseignern, Mitarbeitern und Kunden Stabilität vorzugaukeln.

Je mehr Umsatz ein Konzern macht, je mehr unterschiedliche Geschäfte er betreibt, desto zahlreicher sind die Möglichkeiten, dem Aktionär statt einer der Realität entsprechenden Jahresübersicht ein umfangreiches Blendwerk in die Hand zu drücken. Der weltgrößte Mischkonzern General Electric etwa beendete vergangenes Jahr Ermittlungen der US-Börsenaufsicht SEC wegen betrügerischer Bilanzierung mit einem Vergleich und einer 50-Millionen-Dollar-Strafzahlung.

KAUM ABSCHREIBUNGEN

Eine merkwürdige Bilanzpolitik verfolgen alle 30 Dax-Unternehmen bei der Bilanzierung von Prämien, die sie bei Übernahmen auf den Tisch gelegt hatten. Über Jahre unterstellten die Regelvorgaben, dass diese Prämien irgendwann schrumpfen – so wie der Wert eines Fuhrparks oder von Maschinen.

Bis 2004 mussten die Unternehmen ihre Übernahmeprämien (sogenannte Firmenwerte, im Bilanzjargon Goodwill) Jahr für Jahr abwerten. Diese Abwertungen drückten sowohl den Gewinn als auch das Eigenkapital. Im Durchschnitt unterstellten die Dax-Unternehmen früher eine Nutzungsdauer für ihre Firmenwerte von 8,6 Jahren – sie schrieben jährlich 11,7 Prozent auf ihren Goodwill ab. Das zeigt erstmals eine Exklusivanalyse, die die Universität St. Gallen für die WirtschaftsWoche angefertigt hat. Nach knapp neun Jahren wären also die Dax-30-Bilanzen frei von Firmenwerten gewesen, neue Übernahmen außen vor gelassen. Seit knapp sechs Jahren dürfen jedoch alle Unternehmen auf die regelmäßige Abwertung verzichten. „Diese seinerzeit politisch motivierte Regeländerung hat viele Unternehmen dazu verführt, hohe Aufschläge bei Akquisitionen zu zahlen“, sagt LBBW-Bilanzspezialist Kaiser.

Statt regelmäßig abzuschreiben, so sehen es die Bilanzregeln seither vor, müssen die Unternehmen in einem kom- »

FOTO: CHRISTOPH PAPSCH/ILLUSTRATION: TORSTEN WOLBER

Richtig investieren und Chancen nutzen

Wie tragfähig ist der Aufschwung? Bleiben die Kapitalmärkte weiter volatil? Droht Deflation oder Inflation? Wie können Anleger langfristig Kapital aufbauen und Risiken minimieren? Das Finanzmarkt-Forum von Deutscher Bank und Medienpartner *WirtschaftsWoche* in Hamburg lieferte Antworten.



Experten im Dialog: Klaus Kaldemorgen, Geschäftsführer und Fondsmanager von DWS Investment, Henning Krumrey, stellvertretender Chefredakteur der *WirtschaftsWoche*, und Dr. Ulrich Stephan, Global Chief Investment Officer Privat- und Geschäftskunden der Deutschen Bank (v.l.)

Sicher durch volatile Märkte steuern

Die Konjunktur zieht an, die Kapitalmärkte nehmen wieder Fahrt auf, nicht zuletzt aufgrund einer offensiven Fiskal- und Geldpolitik. Doch viele Anleger sind verunsichert und fragen sich, wie nachhaltig dieser Aufschwung ist. Das zeigte das große Interesse am FinanzmarktForum von Deutscher Bank und *WirtschaftsWoche* in Hamburg. Vor rund 700 Gästen diskutierten dort Deutsche Bank Strategie Dr. Ulrich Stephan, DWS-Mann Klaus Kaldemorgen und Henning Krumrey von der *WirtschaftsWoche*, moderiert vom Börsenexperten Markus Koch. Stephan konnte die Sorgen der Anleger nachvollziehen. „Die Unsicherheit über die Schuldenkrise in Europa überlagert derzeit die guten Konjunkturdaten und Unternehmensberichte. Das führt zu deutlichen Marktschwankungen. Der Aufwärtstrend scheint aber intakt zu sein.“

Mit einer ansteigenden Inflation, so die Experten, ist in den nächsten zwei Jahren noch nicht zu rechnen. Bei den Anlegern vollzieht sich derweil ein Paradigmenwechsel. „Spekulationen sind aus der Mode. Die Anleger legen den Schwerpunkt nun auf langfristige und solide Investments“, sagte Krumrey. Für Kaldemorgen sind dies augenblicklich Aktien. „Sie sind die besseren Anleihen. Während die Dividendenauszahlungen auf einem sehr hohen Niveau sind, ging zuletzt die Verzinsung von Anleihen stark zurück. Spannend sind Titel mit hoher Dividendenrendite.“ Stephan ging in diesem Zusammenhang auch auf die Euroschwäche ein. „Davon profitiert die exportorientierte deutsche Wirtschaft mehr als alle anderen Länder der Eurozone. Das wiederum wirkt sich positiv auf die Bewertung deutscher Aktientitel aus.“

EXPERTEN-KOMPETENZ LIVE – JETZT ANMELDEN

Von Experten profitieren: Kommen Sie zum nächsten FinanzmarktForum von Deutscher Bank und Medienpartner *WirtschaftsWoche* am 7. September 2010 in Stuttgart. www.deutsche-bank.de/finanzmarktforum

JETZT BESTELLEN

Viele Argumente sprechen dafür, dass sich die Kapitalmärkte schneller erholen als erwartet. Obwohl Wirtschaftsforscher und Unternehmen gute Daten melden, kennt die Börse keine klare Richtung und gerät immer wieder unter Druck. Wer sich fragt, ob jetzt der richtige Zeitpunkt für ein Investment gekommen ist, braucht umfassende Informationen. Diese liefert der aktuelle „Deutsche Bank Marktausblick“, zusammengestellt von Experten der Deutschen Bank. Sie analysieren kontinuierlich die Märkte weltweit, beobachten die wirtschaftliche Entwicklung der Länder und Regionen und bringen wichtige globale Trends auf den Punkt. Der daraus resultierende Ausblick auf das internationale Marktgeschehen bietet komprimiertes Wissen für die persönliche Anlageentscheidung. Wägen Sie Chancen und Risiken der Märkte fundiert gegeneinander ab. Nutzen Sie den aktuellen „Deutsche Bank Marktausblick“ als Ausgangsbasis für Anlageimpulse.

Aktuellen „Deutsche Bank Marktausblick“ bestellen unter



Tel. 01818-10069*
www.deutsche-bank.de/ausblick

*9,9 Cent/Min. aus dem dt. Festnetz, Mobilfunktarife können abweichen.

Fotos: Deutsche Bank

» plexen Verfahren einmal im Jahr prüfen, ob ihr Goodwill noch werthaltig ist oder nicht – im Bilanzkaderwelsch Impairment Test genannt.



Allein die Einschätzung des Managements entscheidet

EINZELN UNTER DER LUPE

Dabei klopfen Telekom, Fresenius & Co. den Goodwill nicht in einem Rutsch ab, sondern nehmen einzelne Geschäftseinheiten unter die Lupe – etwa das US-Geschäft, die Töchter in Großbritannien oder auf dem Balkan. Zeigt sich bei einer Geschäftseinheit, dass die ursprünglich angesetzten Annahmen für Ertrag, Cash-Flow oder Kapitalkosten zu optimistisch waren, muss eine Abwertung erfolgen. Theoretisch zumindest.

In der Praxis greifen Unternehmen regelmäßig in die Trickkiste, sobald sich bei

einer Geschäftseinheit ein Abschreibungsbedarf zeigt. Ein beliebter Trick ist, eine schlecht laufende Geschäftseinheit mit einer gut laufenden zusammenzufassen: beispielsweise das schwache Mobilfunkgeschäft in Kroatien mit dem boomenden in Slowenien.

Oder Unternehmen kaufen in die schwache Geschäftseinheit neue Lizenzen hinein und setzen deren künftige Erträge äußerst hoch an, um die aktuelle Schwäche der Geschäftseinheit zu übertünchen.

Selbst Bilanzexperten haben keine Chance, die Goodwill-Politik nachzuvoll-

ziehen. Denn die Geschäftseinheiten werden nicht in der Bilanz aufgeführt, sie unterscheiden sich in der Regel deutlich von den Segmenten, die die Unternehmen in ihren Geschäftsberichten glänzend präsentieren.

BILANZWÄCHTER ALARMIERT

Auch die Berliner Bilanzwächter stellten bei ihren Überprüfungen fest, dass es bei der Goodwill-Bilanzierung viele Fehler gibt. „Bei der Überprüfung der Goodwill-Abschreibungen liegt eine Schwierigkeit darin, dass die Werthaltigkeit der Firmen-

ANGEBLICH ALLES IN BUTTER

Seit 2005 schreiben die Dax-Unternehmen Übernahmeprämien auf erworbene Firmen kaum noch ab

Unternehmen	bilanzierte Übernahmeprämien (Goodwill) in Millionen Euro (per Ende 2009)	Goodwill in Prozent des Eigenkapitals	Abschreibungen heute		Abschreibungen früher		Erläuterung
			durchschnittliche jährliche Abschreibung 2005–2009 in Millionen Euro	Durchschnitt 2005–2009: Abschreibung relativ zum durchschnittlich bilanzierten Goodwill in Prozent	durchschnittliche jährliche Abschreibung 2000–2004 in Millionen Euro	Durchschnitt 2000–2004: Abschreibung relativ zum durchschnittlich bilanzierten Goodwill in Prozent	
Adidas	1 478	39	0	0,00	43	7,21	In der Regel zahlen Unternehmen bei einem Erwerb eines Konkurrenten eine Übernahmeprämie (sogenannter Firmenwert oder Goodwill). Bis ins Jahr 2004 hinein galt die Regel, diesen Goodwill ähnlich wie eine Maschine regelmäßig abzuschreiben, mit einer Laufzeit von in etwa 10 bis 15 Jahren. Seit sechs Jahren ist diese Regel abgeschafft. Stattdessen müssen die Unternehmen einmal jährlich testen, ob die einst gezahlte Prämie gerechtfertigt war. Ist dies nicht der Fall, müssen sie Goodwill abschreiben. Scheinbar haben die Dax-Unternehmen ein extrem glückliches Händchen bewiesen und nur Firmen gekauft, die selbst in der Krise prosperieren. Dies signalisieren zumindest die deutlich rückläufigen Goodwill-Abschreibungen. Sollten diese jedoch nur trickreich aufgeschoben worden sein, drohen Anlegern böse Überraschungen: Eine plötzliche, hohe Abschreibung wäre die Folge. Gewinn und Eigenkapital wären dann dramatisch betroffen.
Allianz	12 014	34	11	0,09	964	8,46	
BASF	5 069	29	60	1,26	227	9,69	
BMW	111	0	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	
Bayer	8 704	46	0	0,00	197	11,67	
Beiersdorf	184	7	0	0,10	8	40,20	
Commerzbank	2 061	8	142	9,39	191	19,02	
Daimler	694	2	6	0,31	101	3,90	
Deutsche Bank	7 420	20	102	1,39	360	4,34	
Deutsche Börse	1 987	69	2	0,14	43	5,90	
Deutsche Post	10 243	125	210	2,16	291	11,09	
Deutsche Telekom	20 334	56	978	4,80	4603	15,23	
E.On	16 901	42	663	3,91	674	8,04	
Fresenius	10 356	230	0	0,00	65	2,86	
Fresenius Med. Care	7 511	158	0	0,00	0	0,00	
HeidelbergCement	9 804	94	160	1,81	200	8,26	
Henkel	6 137	95	9	0,15	265	12,80	
Infineon	181	8	5	3,85	35	16,11	
K + S	548	26	0	0,00	1	26,83	
Linde	7 297	84	1	0,02	124	4,03	
Lufthansa	599	10	60	9,40	321	37,61	
MAN	629	12	0	0,00	33	12,40	
Merck	1 944	21	8	0,46	121	7,26	
Metro	3 992	69	62	1,51	206	5,03	
Münchener Rück	3 477	18	61	1,80	355	9,57	
RWE	13 252	104	164	1,15	518	5,97	
SAP	4 994	59	0	0,00	19	15,41	
Siemens	15 821	59	90	0,98	571	9,48	
ThyssenKrupp	3 902	49	35	0,91	158	4,16	
Volkswagen	2 929	8	1	0,51	106	27,66	

Quelle: Universität St. Gallen, Institut für Accounting, Controlling und Auditing; Zahlen gerundet

werte in erster Linie von der Einschätzung des Managements abhängt“, so DPR-Chef Meyer. Die Prüfstelle könne „nur Plausibilitätsprüfungen“ vornehmen, weil sich innerhalb der Bilanzen kaum verwertbare Angaben zur Goodwill-Ermittlung finden.

Die Analyse der Uni St. Gallen hilft Aktionären bei der wichtigen Beurteilung der Risiken von Unternehmen. Denn die Liste an vergangenen Schock-Abschreibungen ist lang: Der Telekomzulieferer Nortel Networks etwa schrieb im Frühsommer 2001 gut zwölf Milliarden Dollar auf zugekaufte Beteiligungen ab – der Anfang vom Ende des Unternehmens, das inzwischen pleite ist. Ebenso Geschichte ist die Liaison zwischen dem Internet-Dienstleister AOL und dem Medienkonzern Time Warner, die sich mit dem traurigen Rekord einer Goodwill-Abschreibungen über gleich 54 Milliarden Dollar schmückten.

Auch der Kurs der Deutschen Telekom hat sich von seinem ersten Abwertungsschlag im Herbst 2002 nie mehr richtig erholt. Damals schrieb der Konzern erstmals völlig überhöhte Firmen-



Der Warenhändler ist sowohl **ertrags- als auch investitionsschwach**. Das zeigt, wie hart umkämpft der Einzelhandel ist.

werte und Lizenzen ab – um gleich mehr als 20 Milliarden Euro. Und die Deutsche Post schrieb Ende 2008 auf den Firmenwert ihrer US-Töchter eine Milliarde Euro ab. Ob der verfehlten Ziele im US-Geschäft hinkt die Postaktie seit Jahren dem Dax hinterher – und schafft nur rund die Hälfte der Wertentwicklung des Index.

Nach Andeutungen von Siemens-Finanzchef Joe Kaeser rechnen die Märkte mit einer kräftigen Abwertung der Medizintechnik, die Siemens in den vergangenen Jahren für elf Milliarden Euro zusammengekauft hatte und auf der allein ein

bisher so gut wie nicht abgewerteter Goodwill von 5,5 Milliarden Euro liegt. Analysten erwarten eine massive Abschreibung auf nur noch 3,5 bis 4,5 Milliarden. Die Siemens-Aktie verlor nach der Veröffentlichung dieser Analysteneinschätzung am 1. Juli prompt drei Prozent.

Der im MDax notierte Pharmaverpackungsspezialist Gerresheimer wiederum rutschte im dritten Quartal des Geschäftsjahres 2008 wegen Abwertungen auf seine damals zum Verkauf stehende Sparte technische Kunststoffe gar in die roten Zahlen. Und als vor drei Wochen die französische Großbank Crédit Agricole auf ihre griechische Tochter 400 Millionen Euro abschrieb, stürzte der Kurs binnen Tagen um 18 Prozent.

AUF SCHOCKS EINSTELLEN

Auf solche Schocks müssen sich Anleger mehr denn je einstellen. Das zeigen die alles andere als beruhigenden Ergebnisse der St. Gallen-Analyse zur Abschreibungspolitik der Dax-30-Unternehmen der vergangenen Jahre (siehe Tabelle links). Seit 2005 schreiben sie im Durchschnitt nur noch 1,5 Prozent auf ihre Firmenwerte »

Strategien sind kompliziert

Unsinn! Professionelle Trainer für Strategie und Innovation finden Sie bei semigator.de, dem unabhängigen Weiterbildungsportal.

Sven Gábor Jánzszy



Experte für

- Zukunftstrends
- Innovationen
- Kreativitätsmanagement

Sven Gábor Jánzszy ist innovativer Trendforscher. Seine Szenarien sind so realitätsnah, dass Sie sich in die Zukunft versetzt fühlen.

www.semigator.de/sven_gabor_janzszy

Prof. Dr. Arnold Weissman



Experte für

- Strategie
- Geschäftsmodell-Entwicklung
- Marken-Positionierung

Der renommierte Strategieexperte Arnold Weissman ist Spezialist für die wertorientierte Entwicklung internationaler Familienunternehmen.

www.semigator.de/arnold_weissmann

Rüdiger Kohl



Experte für

- Märkte ohne Konkurrenz
- Ideenmanagement
- Strategieentwicklung

Mit System und piffigen Ideen neue Märkte erobern, günstig und schnell. In Zukunft dem Wettbewerb garantiert einen Schritt voraus!

www.semigator.de/ruediger_kohl

Anke Meyer-Grashorn



Expertin für

- Innovationsmanagement
- System. Ideenproduktion
- „Spinnen ist Pflicht“

Moderiert Ideenprozesse und Innovationsteams, strukturiert Komplexität, hilft, aus Spinnereien Wettbewerbsvorteile zu entwickeln, macht Lust aufs Neue.

www.semigator.de/anke_meyer_grashorn

Semigator.de unterstützt Sie bei der Suche nach dem passenden Trainer oder Seminar

- **Transparenz** durch unabhängige Angebotsübersicht
- **Direktsuche** und Vergleich von Trainern und Seminaren
- Kostenlose **Empfehlungen** zur Entscheidungshilfe

Unverbindliche Anfragen an unser Expertenteam: **0800 – 5060 4446** oder anfrage@semigator.de

semigator.de
Das Seminar- und Weiterbildungsportal

© Handelsblatt GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Zum Erwerb weitergehender Rechte wenden Sie sich bitte an nutzungsrechte@vhb.de.

» ab – trotz Weltwirtschaftskrise. Sie unterstellen damit, 65 Jahre lang Erträge aus ihren Übernahmen zu ziehen.

Doch kaum ein Maschinenpark oder ein Automobil läuft 65 Jahre rund, ebenso erweisen sich regelmäßig zwei Drittel aller Übernahmen bestenfalls als Flop; oft enden sie als schlagzeilenträchtiges Debakel, man denke nur an Daimler und Chrysler, BMW und Rover oder den am Ende kläglich gescheiterten Versuch von Porsche, den VW-Konzern zu schlucken.

180,6 Milliarden Euro an Firmenwerten, 30 Milliarden mehr als noch vor zwei



»Die Unternehmen übernehmen die Aufgabe der Investoren«

Jahren, schleppen die 30 Dax-Unternehmen heute mit sich herum. Das entspricht rund fünf Jahresgewinnen aller Dax-Firmen. „Je höher solche Zahlen, desto weniger kann die Börse diese kognitiv verarbeiten, sie werden deshalb meist schlicht ignoriert, so lange, bis schließlich die Blase platzt“, sagt Kaiser. „Das Konzept, einmal jährlich den Goodwill auf seine Werthaltigkeit zu testen, ist gescheitert. Die Unternehmen gaukeln der Börse ein Vermögen vor, das schwerlich zu rechtfertigen ist. Sie übernehmen damit praktisch die Aufgabe der Investoren, die ja selbst über den Aktienkurs das Unternehmen bewerten sollten“, so Leibfried.

Bei RWE, Fresenius, Fresenius Medical Care und der Deutschen Post etwa übersteigt der Firmenwert sogar das Eigenkapital, und das teils erheblich. Schon relativ geringe Abschreibungen würden hier einen hübschen Gewinn in ein dickes Minus verwandeln – und das Eigenkapital würde enorm absacken.

NEUE SCHULDEN

Während die Dax-Unternehmen bei den Abschreibungen auf Firmenwerte gewaltigen Spielraum haben – den sie eben auch fröhlich ausreizen –, soll ihnen eine neue Regel zur Bilanzierung von Schulden keine Ausweichmöglichkeiten mehr bieten: Unternehmen müssen künftig alle Leasingschulden erfassen. Die neue Regel, die voraussichtlich in der ersten Jahreshälfte 2011 in Kraft treten soll, wird die ausgewiesenen Schulden der Dax-Konzerne gewaltig anschwellen lassen. Bei Leasing (Mietkauf) zahlt ein Unternehmen zum Beispiel für einen Lkw eine feste Summe an und überweist dann monatlich über einen festgelegten Zeitraum Leasingraten. Nach Ende des Vertrags gibt es den Lkw zurück oder übernimmt ihn.

Unternehmen, die nach dem Standard IFRS bilanzieren, mussten bisher in

einem komplexen Verfahren prüfen, ob sie das geleaste Gut in der Bilanz aufführen müssen oder nicht. Sehr vereinfacht gesagt, mussten das Leasingobjekt und die Schulden darauf nur in die Bilanz, wenn das Unternehmen den größten Teil der wirtschaftlichen Chancen und Risiken aus dem Leasingvertrag trägt. Lagen die Risiken – was fast immer der Fall war – bei dem Leasinggeber, konnten Leasingobjekt und -schulden außerhalb der Bilanz geführt werden. Damit soll Mitte 2011 Schluss sein. „Mit den neuen Regeln zum Leasing wird sich die Verschuldung erhöhen, insgesamt steigt die Bilanzsumme der betroffenen Unternehmen“, sagt Peter Adolph, Partner der FAS AG, die Unternehmen in Sachen Bilanzierung berät und deren Manager schult.

POST UND METRO TRIFFT ES STARK

Die FAS hat exklusiv für die WirtschaftsWoche ausgerechnet, wie stark die Unternehmen von dieser Neuregelung betroffen sein werden.

Das Ergebnis: Wenigstens 76 Milliarden Euro an Schulden, die bisher außerhalb der Bilanz geführt werden, kommen

bei den 30 Dax-Unternehmen ans Tageslicht. Über 65 Milliarden davon schlagen sich bei den 26 Dax-Industrieunternehmen nieder. Deren Nettofinanzschulden steigen damit von derzeit 320 Milliarden Euro um rund ein Fünftel. „Da die neuen Bilanzregeln zusätzlich den Umfang der einzubeziehenden Leasingzahlungen wesentlich ausdehnen, dürfte die tatsächliche Verschuldung noch deutlich darüber liegen“, so Adolph. Besonders stark erhöht sich die Verschuldung bei Deutscher Telekom, Metro und der Deutschen Post. Bei Infineon und SAP geht die Nettoliquidität deutlich zurück, und auch bei den Finanzwerten erhöhen sich die Schulden um Milliarden (siehe Tabelle links). „Damit verschlechtern sich logischerweise auch wichtige Kennziffern für die Bonitätsbewertung, wie etwa der Verschuldungsgrad, also das Verhältnis von Schulden zu Eigenkapital“, sagt Adolph. Den Unternehmen könnte demnach eine Verschlechterung der Ratingnoten drohen, was in erster Linie schlecht für die Inhaber von Anleihen ist, aber regelmäßig auch negative Auswirkungen auf den Aktienkurs hat.

»

■ wiwo.de ■

Wie Anleger auch in schwierigen Zeiten auf die richtigen Wertpapiere setzen, ihr Vermögen vor Inflation schützen und ihr Portfolio optimal strukturieren unter wiwo.de/anlagestrategie

ILLUSTRATION: TORSTEN WOLBER

Immobilien, Märkte, Top-Reportagen



Jetzt im Handel

- Hamburg Special: 40 Seiten über die neuesten Trends in der Hansestadt
- Häuser unter 100.000 Euro: 100 tolle Angebote aus aller Welt
- Ferienimmobilien: So wird das Urlaubsdomizil zum Renditeobjekt

Weitere Immobilienangebote finden Sie auf www.bellevue.de

Heftbestellung auch über
bellevue@interabo.de
oder unter der Telefonnummer
030/611052822
(zum Ortstarif)

» Allerdings ergeben sich über die neuen Bilanzregeln auch positive Effekte. „Die Ergebnisse vor Zinsen und Steuern sowie der operative Cash-Flow etwa verbessern sich“, sagt Adolph. Der Grund: Während sich bisher die Belastungen aus dem Leasinggeschäft in der Regel voll im Ergebnis vor Steuern und Zinsen niederschlugen, wird sich dort demnächst nur ein Teil davon finden. Umso wichtiger wird es für Anleger, sich im Ertragszahlen-Durch-einander zurechtzufinden (siehe Kasten Seite 80).

Sicher, zwischenzeitlich steigen auch die Aktienkurse von bilanziell schwachen Unternehmen deutlich. So bäumte sich der Arcandor-Kurs von Herbst 2006 bis Frühjahr 2007 noch einmal auf und ver-

»Wichtige Kennziffern der Bilanz verschlechtern sich deutlich«

doppelte sich. Und wer als Anleger die Dax-30-Bilanzen durchforstet, wird das eine nach allen Kriterien sehr starke Unternehmen nicht finden – und damit auch kein betonfestes Investment. In der Vergangenheit zeigte sich aber, dass recht starke Unternehmen sich deutlich schneller von zwischenzeitlichen Kursverlusten wieder erholen als die schwachen. Papiere der bilanzfesten BASF näherten sich dieses Jahr bereits wieder ihrem Allzeithoch, SAP-Aktionäre müssen aller Voraussicht nach kaum mit 80-prozentigen Kursverlusten rechnen, die andere Dax-Aktien trafen. Aktionäre von Unternehmen mit höheren Risiken und eher schwachen Erträgen darben: So hat die Post-Aktie nicht mal ein Drittel ihrer Finanzkrisenverluste gutgemacht.

Aktien von Unternehmen, deren Goodwill und Schulden überschaubar sind und die über die Jahre ihren Cash-Flow steigern konnten, dürften im langfristigen Durchschnitt besser abschneiden als diejenigen, bei denen es in der Bilanz an allen Ecken brennt. Die anderen gehen früher oder später entweder im Kurs in die Knie – oder eben ganz unter.

christof.schuermann@wiwo.de

Einfach nicht erfasst

Wo deutsche Unternehmen bei der Bilanzierung patzten und dem Aktionär wichtige Informationen vorenthielten.

Die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) prüft seit fünf Jahren die Bilanzen von Unternehmen, die an regulierten Börsen notiert sind. Nach einem zweistufigen Verfahren, an dem die Finanzaufsicht BaFin beteiligt ist, müssen Unternehmen grobe Bilanzfehler veröffentlichen. Zwischen 20 und 30 Prozent aller von der DPR geprüften Berichte waren fehlerhaft. Hier eine Auswahl der seit Januar 2009 festgestellten Fehler aus den Bilanzen unterschiedlicher Vorjahre.

3U

Das Telekomunternehmen hat Segmentergebnisse (Ergebnisse einzelner Sparten) falsch ausgewiesen. Chancen und Risiken, die sich aus der Netzregulierung ergeben, wurden nicht erwähnt.

Air Berlin

Die Airline verrechnete Börsenkosten mit dem Eigenkapital, das Ergebnis vor Steuern fiel deshalb zu hoch aus; Steueransprüche und das Konzernnettoergebnis waren knapp zehn Millionen Euro zu hoch, Rückstellungen wurden fehlerhaft aufgelöst und trieben das Ergebnis nach oben.

Borussia Dortmund

Der Fußballklub bilanzierte einen mit Nike abgeschlossenen Ausrüstervertrag falsch,

über Jahre wurden Vermögen und Ergebnisse deshalb um einige Millionen überbeziehungsweise untertrieben dargestellt.

Caatoosee

Vermögen und Schulden der Internet-Agentur wurden um je 399 000 Euro zu niedrig angegeben, die Segmentberichterstattung war fehlerhaft.

Conergy

Der Solarkonzern patzte bei der Cash-Flow-Rechnung, das Konzernergebnis vor Steuern war falsch: Statt 2,3 Millionen Euro im Plus war es 57,2 Millionen Euro im Minus.

Curanum

Der Pflegeheimbetreiber setzte Firmenwerte um 0,7 Millionen Euro zu hoch an. Verbindlichkeiten aus Zinsswaps über knapp 1,4 Millionen Euro wurden nicht auf der Passivseite der Bilanz verbucht, außerdem war der Konzernanhang unvollständig.

Escada

Der Modekonzern berücksichtigte Steueransprüche und -schulden teilweise nicht. Geschäftsbeziehungen zu einer nahestehenden Person wurden nicht angegeben, der Jahresfehlbetrag war um 0,9 Millionen Euro zu hoch. Rücklagen wurden um 0,7 Millionen und Beteiligungen um 1,6 Millionen Euro zu niedrig ausgewiesen.

GfK

Die Segmentberichterstattung entsprach nicht der internen Steuerung des Marktforschers.

GWB

Das Immobilienunternehmen setzte Umsätze um 303 000 Euro zu hoch an. Der Steueraufwand wurde um 1,3 Millionen zu niedrig, das Jahresergebnis um 1,6 Millionen Euro und Vermögen um 6,4 Millionen Euro zu hoch angesetzt. Außerdem fanden sich Fehler in der Cash-Flow-Darstellung und weiteren Bilanzposten.

Ifco

Das Eigenkapital des Logistikers wurde um zwölf Millionen Dollar zu hoch ausgewiesen. Angaben zu nahestehenden Unternehmen fehlten.

Indus

Pflichtangaben zu Unternehmenskäufen der Maschinenbau-Holding waren unvollständig.

Intertainment

Das Medienunternehmen bewertete Schadensersatzforderungen über knapp 60 Millionen zu hoch.

MBB Industries

Der Verkauf einer für Umsatz und Gewinn wesentlichen Tochter der Beteiligungshol-



Dortmund-Stürmer Lucas Barrios
Der börsennotierte Fußballklub bilanzierte einen Ausrüstervertrag mit Nike fehlerhaft

Werthaltigkeit von Beteiligungen durch. Angaben zu Unternehmenskäufen fehlten ebenso wie der Hinweis, dass ein Zwischenabschluss nicht geprüft worden war.

Postbank

Die Bank bewertete Forderungen um 90 Millionen Euro zu hoch.

Praktiker

Firmenwerte der Baumarktkette wurden um wenigstens zehn Millionen Euro zu

cals von bis zu 25 Millionen Euro erfasste er nicht.

Strabag

Vermögenswerte des Baukonzerns waren teilweise fehlerhaft als zur Veräußerung anstehend klassifiziert. Die Geschäftsbeziehungen zum Mutterkonzern Strabag SE wurden unvollständig dargestellt.

TAG

Das Immobilienunternehmen wies Personalaufwand zu niedrig aus. Bewertungs-

Ohne Agio handelbar über die Fondsbörsen
Hamburg, Düsseldorf, Frankfurt, etc.

Victoria Strategies Portfolio

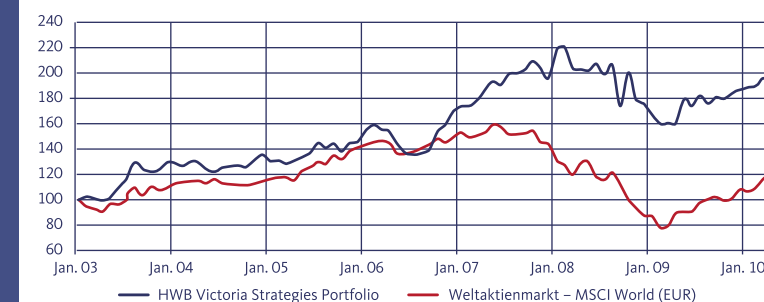
Morningstar Rating ★★★★★

WKN: 764931

Flexibler Mischfonds | Investmentschwerpunkt: Emerging Markets



Wertentwicklung'
+9,24% p.a.
(MSCI World: +1,56% p.a.)



Wertentwicklung

Jahr	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 ²	seit 2003 ¹ p.a.
Fonds	+29,16%	+4,73%	+7,76%	+16,13%	+15,84%	-10,39%	+6,32%	+2,80%	+9,24% p.a.
Markt ³	+9,83%	+4,71%	+23,95%	+5,51%	-3,41%	-39,08%	+23,02%	+6,88%	+1,56% p.a.

Erfolge der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. ¹03.01.03 – 01.06.10. ²31.12.09 – 01.06.10. ³MSCI World (EUR). Quelle: Bloomberg

www.hwb-fonds.com | Servicetelefon: 0651-1704 301

ding wurde nicht als aufgebener Geschäftsbereich gezeigt.

Merck KGaA

Lagebericht und Konzernlagebericht des Dax-Werts waren fehlerhaft; dem Kapitalmarkt wurden wesentliche Strategien, Ziele und Prämissen vorenthalten. Der Pharmakonzern hat gegen diese Bewertung Widerspruch eingelegt.

Pixelpark

Das Internet-Unternehmen führte, obwohl konkrete Indikatoren für Wertminderungen vorlagen, keinen Impairment Test zur

hoch angesetzt und Leasingvermögen um wenigstens sechs Millionen Euro zu niedrig ausgewiesen. Das verwässerte Ergebnis je Aktie von 0,46 Euro wurde um 0,07 Euro zu hoch ausgewiesen.

Sanacorp

Finanzanlagen des Pharmahändlers wurden um 20,5 Millionen Euro zu hoch ausgewiesen.

Stada

Der Generikahersteller bilanzierte Anteile an Biocuticals Arzneimittel fehlerhaft; Verbindlichkeiten an Bioceuti-

änderungen aus Anteilsänderungen wurden nicht dargestellt und Anteile an assoziierten Unternehmen zu hoch ausgewiesen; zudem Steuerüberleitung fehlerhaft.

Triumph-Adler

Konzernergebnisse des Bürotechnikunternehmens wurden seit 2007 kumuliert um drei Millionen Euro zu hoch ausgewiesen.

WET

Der Autzulieferer setzte Firmenwertabschreibungen um 5,4 Millionen Euro zu niedrig an. Leasingsschulden über acht Millionen Euro wurden nicht erfasst.