Wie von Zauberhand

AKTIEN | Mit dem Absturz der Börsen und den sich eintrübenden Konjunkturaussichten wächst die Gefahr, dass Milliardenlücken in den Bilanzen von Unternehmen und Banken zutage treten. Welche Tricks der Finanzchefs Anleger kennen müssen, um Unternehmen richtig beurteilen zu können.

Stefan Krause, Finanzvorstand der Deutschen Bank, „schwitzt ganz schön ordentlich", sagt er: Trotz eines „dramatisch verschlechterten Umfelds" soll die Bank in diesem Jahr unverändert zehn Milliarden Euro Gewinn vor Steuern ausweisen. Das aber wird nicht einfach – für die Investmentbanker und für den Finanzchef. Mit Krause schwitzen die Aktionäre: Seit Januar hat sich der Deutsche-Bank-Kurs fast halbiert. Die Aktie kostet gerade noch den fünffachen Jahresgewinn – so billig war das Papier noch nie.

Auf den ersten Blick jedenfalls. Denn was Bankaktien wirklich wert sind, weiß niemand, auch Krause nicht. Die niedrige Gewinnbewertung ist die Strafe für diese Unsicherheit, sie signalisiert, dass Investoren in der Bankbilanz versteckte Risiken fürchten. Die können immer mal wieder nach oben poppen.

So wie vor einigen Wochen bei Goldman Sachs. Das Institut ist die wohl am besten beobachtete Bank der Welt. Gleich 28 Analysten großer Häuser kümmern sich hauptamtlich um die Zahlenwerke von Goldman-Chef Lloyd Blankfein und Finanzvorstand David Viniar. Diese Analysten arbeiten bei Banken, haben also Insiderkenntnisse aus der Branche; sie lesen tagein, tagaus Bilanzen; sie sprechen mit den Vorständen – mehr Expertise geht nicht. Und doch schockte Goldman die Wall Street mit seinen letzten Quartalszahlen, mit einem Gewinn, der um stolze 18 Prozent unter den Analystenschätzungen lag. Wer auf satte Kursaufschläge gewettet hatte, verlor Geld. Dasselbe Bild auch bei der Royal Bank of Scotland, die Anfang August einen Milliardenverlust verkünden musste – auch damit hatte kein Analyst nur annähernd gerechnet.

Der Fehler liegt im System, meint Peter Leibfried, Professor für Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung an der Universität St. Gallen. „Es gibt ein Grundsatzproblem in der Bilanzierung, das es kaum mehr möglich macht, verlässliche Prognosen zu stellen."

Bilanzen werden undurchschaubarer, Gewinne schwerer vorhersagbar. Nicht nur, weil Märkte heftiger schwanken, sondern vor allem, weil Bilanzregeln den Unternehmen immer mehr Spielraum lassen.

KURSPFLEGE ZUM EIGENEN WOHL

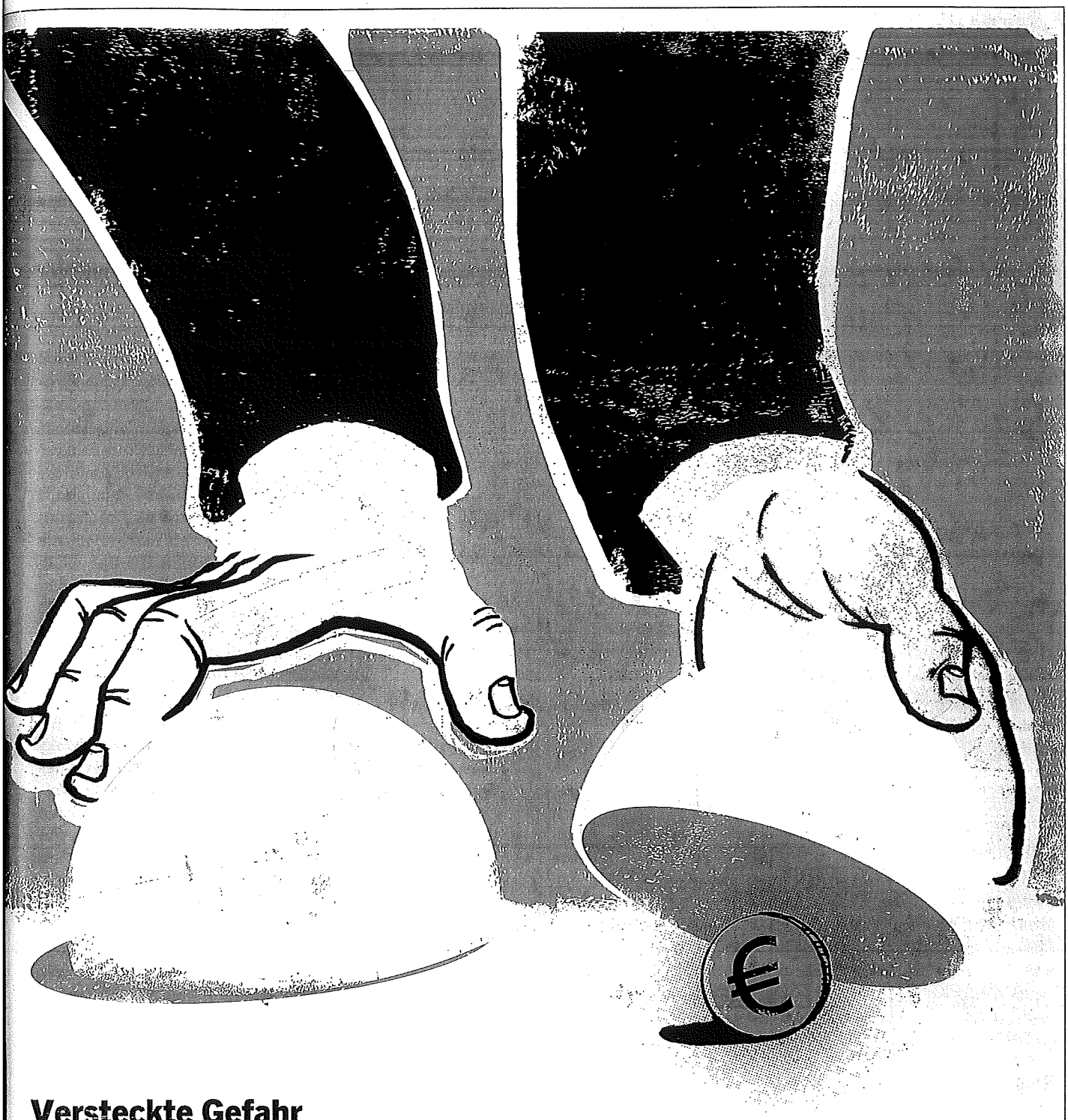
Bei Banken und Industrieunternehmen herrscht ein Wirrwarr an Regelungen und Zahlen. Jeder Finanzvorstand rechnet anders. „Vorstände wissen, dass die Börse vor allem auf die Gewinn- und Umsatzentwicklung eines Unternehmens schaut und kaum darauf, wie diese Zahlen zustande kommen. Das verführt Manager naturgemäß dazu, bilanzielle Spielräume auszunutzen, um sich schönzurechnen", sagt Leibfried. Schließlich hängen Manager-Boni in der Regel am Gewinn oder an der Kursentwicklung der Aktie.

»Kaum jemand an der Börse achtet darauf, wie die Gewinnzahlen zustande kommen«

Dass Manager bilanzielle Spielräume für sich nutzen, haben die Wissenschaftler Xiaming Zhou und Liu Zheng von der Universität Hongkong nachgewiesen. Sie untersuchten, wie sich die Kurse von US-Unternehmen kurz vor und kurz nach dem regulären Ausscheiden von Unternehmenschefs entwickelten. Nach der Pensionierung müssen die Ex-Chefs regelmäßig ihre Aktienoptionen ausüben, daher der eng gefasste Zeitraum der Untersuchung. Je höher der Aktienkurs bei Ausübung, desto wertvoller sind die Optionen. Zhou und Zheng stellten fest, dass sich die Aktienkurse der Unternehmen, deren Chefs viele Optionen hielten, deutlich besser entwickelten als die von Unternehmen, deren ausscheidende Chefs kaum Optionen besaßen. Nach der Phase des Chefwechsels verschwand dieser Kursvorsprung wie von Zauberhand. Die Wissenschaftler folgern daraus, dass die Kurse vor allem wegen Schönrechnereien in den Bilanzen gestiegen seien – zum Wohle der Ruheständler, die so im Durchschnitt zwei Millionen Dollar Extra-Rente kassierten.

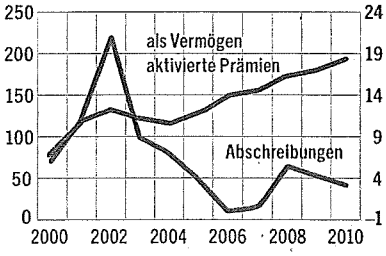
Investoren müssen den Bilanz-Bluff aber nicht hilflos hinnehmen. Wer die Tricks der Unternehmen kennt, kann sich auf mögliche negative Überraschungen einstellen. So ist es wichtig, zu wissen, wie Unternehmen den Wert ihrer zugekauften Töchter berichtigen: Tun sie es regelmäßig und vorsichtig – oder droht eine Abschreibung auf einen Schlag, erst wenn diese sich gar nicht mehr vermeiden lässt? Die Universität St. Gallen hat deswegen für die »

ILLUSTRATION: EDEL RODRIGUEZ

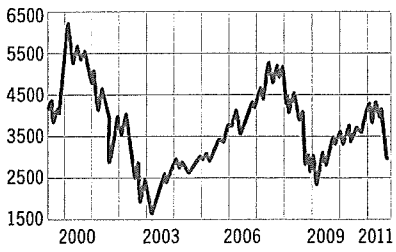


Versteckte Gefahr

Bilanzierte Übernahmeprämien
(in Mrd. Euro)



Dax-Kursindex
(ohne Dividenden)



Quelle: Universität St. Gallen, Institut für Controlling und Auditing, Bloomberg

Wirtschafts Woche

Zahlen Konzerne bei **Übernahmen** einen Aufschlag auf das Vermögen des gekauften Unternehmens, stellen sie diese **Prämie** als Vermögensposition in die Bilanz.

Diese Position, der sogenannte **Goodwill,** musste früher regelmäßig abgeschrieben werden, seit rund sieben Jahren jedoch nur bei Bedarf.

Diesen Bedarf sehen die **Dax-Unternehmen** offenbar nicht (links), obwohl die Aktienkurse, die wichtigste Vergleichsgröße für die Bewertung von Unternehmen, gefallen sind (rechts).

Erwartungen erfüllt – oder doch noch zu viel heiße Luft?

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

Unternehmen	bilanzierte Übernahmeprämien (Goodwill) 2010, in Millionen Euro	Goodwill in Prozent des Eigenkapitals	Abschreibungen heute		Abschreibungen früher	
			durchschnittliche jährliche Abschreibung 2005–2010, in Millionen Euro	Durchschnitt 2005–2010: 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	1539	**33,3**	0	**0,00**	43	7,21
Allianz	12020	**30,3**	53	**0,50**	964	8,47
BASF	5873	**27,4**	50	**1,03**	227	9,69
BMW	0	**0,0**	k.A.	**k.A.**	k.A.	k.A.
Bayer	9002	**47,8**	0	**0,00**	197	11,67
Beiersdorf	143	**4,9**	9	**6,62**	8	40,20
Commerzbank	2081	**7,5**	118	**5,84**	191	19,02
Daimler	729	**2,0**	5	**0,27**	101	3,90
Deutsche Bank	10762	**22,0**	85	**1,14**	360	4,34
Deutsche Börse	2060	**69,8**	2	**0,14**	43	5,90
Deutsche Post	10666	**101,5**	175	**1,65**	291	11,09
Deutsche Telekom	20521	**54,0**	881	**4,49**	4603	15,23
E.On	14588	**35,0**	730	**4,44**	674	8,04
Fresenius	11464	**230,9**	0	**0,00**	0	0,00
Fresenius Med. Care	6081	**110,3**	0	**0,00**	65	2,87
HeidelbergCement	10561	**87,6**	137	**1,55**	200	8,26
Henkel	6521	**83,0**	9	**0,14**	265	12,80
Infineon	21	**0,8**	4	**3,56**	35	16,11
K + S	615	**23,2**	0	**0,00**	1	26,83
Linde	7799	**71,9**	1	**0,01**	124	4,03
Lufthansa	605	**7,3**	50	**8,46**	321	37,61
MAN	773	**13,0**	0	**0,00**	33	12,40
Merck	4580	**44,3**	7	**0,37**	121	7,26
Metro	4064	**64,4**	52	**1,31**	206	5,03
Münchener Rück	3453	**17,3**	69	**1,98**	355	9,57
RWE	13572	**93,1**	137	**0,97**	518	5,97
SAP	8431	**86,0**	0	**0,00**	19	15,41
Siemens	15763	**55,6**	266	**1,93**	571	9,48
ThyssenKrupp	3808	**44,8**	30	**0,75**	158	4,16
Volkswagen	3410	**7,4**	1	**0,41**	106	27,66

Erläuterung

In der Regel zahlen Unternehmen bei einem Erwerb eines Konkurrenten eine Übernahmeprämie (sogenannter Goodwill oder Firmenwert). Bis ins Jahr 2004 galt die Regel, diesen Goodwill ähnlich wie eine Maschine regelmäßig abzuschreiben, mit einer Laufzeit über in der Regel 10 bis 15 Jahre. Seit sieben Jahren ist diese Regel abgeschafft. Stattdessen müssen die Unternehmen einmal jährlich testen, ob die einstmals gezahlte Prämie gerechtfertigt war. Ist dies nicht der Fall, müssen sie Goodwill abschreiben. Indizien für einen Abschreibungsbedarf sind Konjunktur und Kursentwicklung an den Börsen. Trotz Rezession 2009 schrieben die Dax-Unternehmen so gut wie nicht mehr ab. Und der Dax liegt heute auf dem Niveau von 1998. Dennoch bleiben Abschreibungen bis dato aus. Anlegern drohen deshalb böse Überraschungen: Plötzliche hohe Abwertungen würden Gewinne und Eigenkapital dramatisch treffen; die Verschuldungsquoten würden sich erhöhen.

Lesehilfe:
grüne Markierung = keine hohen Risiken;
schwarze Markierung = mittlere Risiken;
rote Markierung = hohe Risiken

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

» WirtschaftsWoche analysiert, welche Abschreibungspolitik die Dax-30-Unternehmen nach Übernahmen betreiben. Bilanz-Spezialisten der Stuttgarter FAS AG, die Unternehmen in Sachen Bilanzierung berät, haben zudem abgeklopft, bei welchen Unternehmen sich wegen neuer Bilanzregeln demnächst zusätzliche Milliardenschulden auftürmen werden.

DAS ENTFESSELTE MONSTRUM

Berlin, der Grand Ballroom im Hyatt Hotel am Potsdamer Platz, an einem kühlen Septembertag. 350 Experten, meist aus deutschen Großunternehmen wie Telekom, Lufthansa oder Porsche, sitzen still aufgereiht auf ihren Tagungsstühlen. Vor ihnen ein dicker Aktenordner, der Leitfaden für den 10. IFRS-Kongress der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young. IFRS, die International Financial Reporting Standards, sind die Bilanzregeln für Unternehmen in rund 100 Ländern. In Deutschland sind sie seit 2005 für alle börsennotierten Unternehmen Pflicht.

Die Tagung ist bis auf den letzten Platz ausgebucht. Vergnügungsteuerpflichtig ist das nicht, was hier betrieben wird: Es gilt, die neuesten Änderungen des Regelwerks zu verstehen, die „Schlüsselprinzipien des Fair Value Measurement", die „Neuen Vorschriften zur Konsolidierung" oder die „Neuen Regelungen zur Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen".

Die IFRS sind – im Gegensatz zum deutschen Handelsgesetzbuch – keine vom Gesetzgeber erlassenen Regeln. Das International Accounting Standards Board (IASB) in London setzt die Regeln der IFRS fest. Die 15-köpfige Gruppe ist privat organisiert. Sponsoren der Gruppe sind nahezu alle wichtigen internationalen Konzerne, Banken und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. Die Europäische Union winkt deren Beschlüsse regelmäßig durch und gibt sie weiter in die Hauptstädte von Berlin bis Rom, wo sie in nationales Recht umgewandelt werden.

Die Isolation des IASB als eigenbrötlerische Runde hat in den vergangenen Jahren dazu geführt, dass die IFRS inzwischen ein Monsterwerk sind, mit dem höchstens noch das deutsche Steuerrecht in seiner Detailverliebtheit bei gleichzeitigem Mangel an Struktur vergleichbar ist. In ihrer Regulierungswut erlässt das IASB Jahr für Jahr neue Standards, ändert alte oder schafft bestehende ab. Die Regeln sollen verlässliche Informationen für Investoren bereitstellen, sagen die IASB-Mitglieder, unter

ihnen auch die Deutsche Elke König, die demnächst voraussichtlich Chefin der deutschen Aufsicht BaFin wird. Doch das Ziel wird verstellt von Tausenden von Seiten voll immer neuer Detailregelungen, die kaum jemand mehr nachvollziehen kann.

„STABILE BASIS FEHLT"

Folge ist, dass die Gewinn-, Kapitalfluss- und Bilanzrechnungen der Unternehmen sich ständig ändern. „Eine stabile Basis an Regelungen fehlt", sagt Leibfried. Über Jahre etwa war vor allem der operative Mittelzufluss (Cash-Flow) die Kerngröße, um die Leistungsfähigkeit eines Unternehmens zu beurteilen. Die Jahresüberschüsse der Unternehmen, also die Nettogewinne nach Abzug aller Aufwendungen für Personal, Material, Zins und Steuern, schwankten deutlich stärker als die Cash-Flows – und sie sind von Finanzchefs grundsätzlich wesentlich leichter auf die gewünschte Ergebniszahl hin zu beeinflussen als die Cash-Flows, die Mittel, die ein Unternehmen aus seinen Geschäften in die Kasse holt.

Eine Kette harter Cash-Flow-Zahlen konnte in den vergangenen Jahren auch der findigste Finanzchef kaum zurechtbiegen. Als eine von ganz wenigen Kennzahlen war der Mittelzufluss von Änderungen der Bilanzregeln kaum tangiert. Doch selbst dies hat sich nun geändert. Anleger haben heute keine Chance mehr, einen vergleichbaren Überblick über die Ertragsstärke der jeweiligen Unternehmen zu gewinnen. So zeigen sich bei den Dax-Unternehmen kaum noch vergleichbare operative Cash-Flows – weder zwischen den Unternehmen noch im Vergleich zu den Vorjahreszahlen des Unternehmens selbst (siehe Grafik rechts).

IFRS: Immer Für Radikale Standards – so bezeichnen deshalb Spötter inzwischen die Regeln. Gut für Unternehmen, die ihre Performance aufhübschen wollen; schlecht für Anleger, die kaum noch die Chance haben, einen vernünftigen Überblick zu gewinnen.

Der Fair-Value-Bluff

Wie wenig verlässlich die Regeln und damit die Informationen für Anleger sind, zeigt das Dauer-Drama um die Bewertung von Griechenland-Anleihen. Noch am 20. Juni sah etwa das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW), Taktgeber für die Umsetzung der Bilanzregeln hierzulande, keinen Abwertungsbedarf bei Banken, die Griechen-Papiere als langjährige Anlage im Bestand halten.



Verzerrtes Bild Bilanzen wie die der Deutschen Bank sind kaum zu durchleuchten

300 Milliarden Euro Kapital fehlen Europas Banken



Nur vier Wochen später drehte das IDW seine Empfehlung um 180 Grad: Nun müsse doch abgeschrieben werden. Seitdem tobt der Streit über die Höhe einer möglichen Abwertung quer durch Europa – und jeder macht, was er will. Während einige Banken Hellas-Papiere um 50 Prozent abwerteten, schrieben andere nur 21 Prozent ab, dritte wiederum gar nichts – insbesondere französische Geldhäuser rechneten schön. In die Kakophonie schaltete sich Ende August gar die neue Chefin des Internationalen Währungsfonds (IWF) ein.

Christine Lagarde erwartete zunächst einen Kapitalbedarf bei Europas Banken von 200 Milliarden Euro, falls sie Staatsanleihen endlich zu Marktpreisen bewerten würden. Inzwischen ist laut IWF die Lücke bereits auf 300 Milliarden gewachsen.

Alexander Dibelius, Deutschland-Chef von Goldman Sachs, forderte im September eine konsequente Bewertung aller Bankpositionen zu Verkehrs- statt zu aus der Luft gegriffenen Werten, während Deutsche-Bank-Chef Josef Ackermann sich dagegen aussprach. Grund: „Zahlreiche europäische Banken" würden eine Bewertung von Staatsanleihen nach tatsächlichen Verkehrswerten „nicht verkraften", so Ackermann.

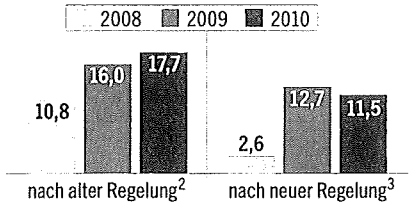
Sehr gut verkraften konnten die Banken die Bewertung zu Verkehrswerten allerdings in den Jahren vor der Lehman-Pleite – als die Kurse in den Jahren 2003 bis 2007 stiegen und die Wirtschaft wuchs. Flankiert von den ihnen enorm zupass kommenden Bilanzregeln nach dem sogenannten Fair Value, bauten die Bankmanager während dieser Zeit Blasen in ihren Bilanzen auf, gaukelten Vermögen vor, wo keines war, wiesen Scheingewinne als Bankiersleistung aus. Fair Value steht für eine Methode, die fordert, Bilanzvermögen und -schulden zeit- und marktnah zu bewerten. Das Verfahren soll aktueller und genauer sein als die früher nach deutschem Handelsrecht geübte Praxis, die Position von nicht mehr werthaltigen Papieren regelmäßig abzuschreiben oder dafür Rückstellungen zu bilden, die natürlich den jeweiligen Jahresgewinn mindern.

Die Fair-Value-Bewertung aber hat einen Haken: Wissenschaftliche Untersuchungen kommen zu dem Schluss, dass es für 95 Prozent der zu bewertenden Positionen gar keine Marktpreise gibt. Den Wert dieser Masse an Positionen schätzt also regelmäßig das Management. Grundlage der Schätzung sind, sehr grob vereinfacht, die vom Vorstand erwarteten Einnahmen – ein Schelm, wer Böses dabei denkt.

Während der ersten Phase der Finanzkrise setzten die Regelsetzer zudem nach starker Lobbyarbeit der Banken die Bilanzierung nach strengen Fair-Value-Kriterien aus. Deshalb schlummern nach wie vor Schrottpapiere zu vermeintlichen Billionenwerten in den Bilanzen der Finanz- »

Schlankgerechnet

Wie sich bilanzielle Neuregelungen auf den operativen Cash-Flow[1] von VW auswirken (in Milliarden Euro)



[1] operativer Mittelzufluss, entspricht den flüssigen Mitteln, die Unternehmen aus ihrem Geschäft herausziehen; [2] 2008 von VW veröffentlichte Zahl, für 2009 und 2010 eigene Berechnung; [3] 2008 Anpassung des ursprünglich veröffentlichten Cash-Flows durch VW, 2009 und 2010 von VW veröffentlichte Zahlen;
Quelle: VW-Geschäftsberichte, eigene Berechnungen

DAX

Im besten Fall fair bewertet

Der Blick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis reicht nicht.
Die Zahlen sind zu oft geschönt.

Analysten filtern aus dem Bilanzwust Kerngrößen heraus und passen nach Vorgabe der Unternehmen Umsatz- oder Gewinnzahlen an, je nachdem, wie sie die Entwicklung des Unternehmens, der Branche und der Konjunktur einschätzen. Beharrlich hält sich vor allem das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) – der anteilige Gewinn je Aktie, gemessen am aktuellen Börsenkurs – als Kerngröße der Aktienbewertung. Doch der taxierte Gewinn entspricht oft nicht mehr dem echten Nettoertrag, weil häufig Sondereinflüsse herausgerechnet sind.

MIT RISIKOZUSCHLAG

Wenn Investoren mit den von vielen Unternehmen schöngerechneten Zahlen arbeiten und daraus das KGV ermitteln, wird es kritisch. Das KGV ist offenbar unten, die Aktie vermeintlich günstig zu haben. Der Dax insgesamt kostet zurzeit nur den rund neunfachen geschätzten Gewinn aller 30 Unternehmen. Das wäre günstig. Allerdings sollten vorsichtige Anleger darauf einen Risikozuschlag nehmen. Erstens fließen bereinigte Gewinne mit in die Schätzungen ein, zweitens ist das KGV seit Jahren mangels Abschreibungen auf übernommene Firmen überhöht. Wer auf beide Unsicherheitsfaktoren je 20 Prozent Risikozuschlag nimmt, kommt schon auf ein KGV von 12,6. Auch damit wäre der Dax nicht überteuert. Jedoch drohen 2012 rückläufige Unternehmensgewinne, falls sich die Konjunktur nicht fangen sollte. In der Summe ist der Dax, gemessen an allen Risiken, höchstens fair bewertet. Zumal eine weitere wichtige Kennzahl, das Kurs-Buch-Verhältnis (der Anteil der Aktionäre am Vermögen der Dax-Unternehmen) mit einem Faktor von 1,2 nicht günstig ist. Wer noch die 192 Milliarden Euro an abschreibungsgefährdeten Prämien vom Vermögen der Dax 30 abzieht, kommt auf ein KBV von 1,8. Das ist teuer.

» dienstleister. Deren echter Wert wird sich erst bei einem Verkauf oder bei Fälligkeit zeigen. Das ist ein Grund dafür, warum Bankaktien so niedrig bewertet sind.

Dasselbe Spiel, eine Aufweichung der Regeln, läuft nun bei der Bewertung von Staatspapieren, deren Kurse unter Wasser sind. „Man hat den Eindruck, dass es dabei erneut eine starke Lobbyarbeit gibt", sagt Leibfried. Dabei geht es nicht um Kleingeld. Einer Untersuchung der Universität Leipzig zufolge bewerten europäische Großbanken mit einer Bilanzsumme über einer Billion Euro mehr als ein Drittel ihrer Bilanzpositionen zum Fair Value. Die 55 größten europäischen Banken bewerteten per Ende 2009 insgesamt 8640 Milliarden Euro nach diesem Konzept.

Der Goodwill-Bluff

Doch nicht nur bei Finanzdienstleistern müssen Anleger davon ausgehen, dass Bilanzen voll mit zweifelhaftem Vermögen sind. Auch Industriekonzerne haben in den vergangenen Jahren Milliardenrisiken aufgetürmt. Die Risiken stammen zum einen aus nicht bilanzierten Schulden und zum anderen aus der Bilanzierung von Übernahmeprämien.

Letztere entstehen so: Wenn ein Unternehmen übernommen wird, ist der Käufer verpflichtet, das Vermögen seiner neuen Tochter buchhalterisch in Einzelteile zu zerlegen. Patente, Maschinen, Immobilien – jede Position wird neu bewertet. Die Differenz zwischen dem bezahlten Kaufpreis für das Unternehmen und dem neu bewerteten Vermögen ist die Übernahmeprämie, auch Goodwill oder Firmenwert genannt. Diese Prämie geht als Vermögensposten in die Bilanz des Käufers.

Alle 30 Dax-Unternehmen nutzen dabei seit Jahren den großen Spielraum, den ihnen die Bilanzregeln eröffnen. Über Jahre unterstellten die Regelvorgaben, dass der Goodwill irgendwann schrumpft – so wie der Wert eines Fuhrparks oder der von Maschinen. Seit März 2004 jedoch dürfen Unternehmen auf regelmäßige Abschreibungen verzichten. Statt jedes Jahr pauschal abzuschreiben, müssen Unternehmen in einem komplexen Verfahren wenigstens einmal im Jahr prüfen, ob ihr Goodwill noch werthaltig ist oder nicht (sogenannter Impairment Test). „Die Unternehmensbewertung, die eigentlich ja die Investoren vornehmen sollten, wird so ins Unternehmen hineinverlagert", sagt Leibfried.

Der Effekt: Seit die Unternehmen selbst bewerten dürfen, was ihre bei Zukäufen gezahlten Prämien noch wert sind, gibt es plötzlich offenbar keinen Abschreibungsbedarf mehr. Im Durchschnitt unterstellten die Dax-Unternehmen früher eine Nutzungsdauer für ihre Firmenwerte von knapp neun Jahren – sie schrieben jährlich 11,7 Prozent auf ihren Goodwill ab, so die Analyse der Universität St. Gallen.

Seit 2005 aber schreiben sie im Durchschnitt nur noch 1,8 Prozent auf ihre Firmenwerte ab – trotz zwischenzeitlicher Weltwirtschaftskrise und mehrerer Crashs an den Börsen, die der Hauptindikator für Unternehmenspreise sind. Dass ausgerechnet die von den Dax-Unternehmen erworbenen Töchter trocken durch alle Stürme der vergangenen Jahre gekommen sind, ist kaum vorstellbar. Flops gibt es genug: Telekom und Post haben sich mit ihrem US-Geschäft übernommen, Daimlers Chrysler-Abenteuer endete als Debakel.

Beim Impairment Test werden einzelne Geschäftseinheiten unter die Lupe genommen. Zeigt sich bei einer Geschäftseinheit, dass die ursprünglich angesetzten Annahmen über Ertrag, Cash-Flow oder Kapitalkosten zu optimistisch waren, muss eine Abwertung erfolgen – in der Theorie. In der Praxis tricksen Unternehmen, sobald eine Geschäftseinheit Abschreibungsbedarf hat. Beliebt ist der Dreh, miese Geschäfte in der einen Einheit mit guten in einer anderen neu zusammenzufassen: etwa schwache Verkäufe in den USA mit dem besser laufenden Geschäft in Kanada.

Ein anderer Weg ist, den Zeitraum, der die Basis für die im Test verwendeten Planzahlen bildet, zu strecken. Gashersteller Linde etwa verschob im schwierigen Jahr 2009 den Planungszeitraum einfach um ein Jahr auf 2014. So konnte der in der Zukunft liegende Test-Zeitraum, in dem Wirtschaft und Aktienkurse hoffentlich wieder besser laufen sollten, verlängert werden. Ob dieser Kniff den hohen Goodwill der Münchner von 7,8 Milliarden Euro nachhaltig rechtfertigt, kann niemand genau sagen. Denn Linde testet nicht die ansonsten in der Bilanz ausgewiesenen Segmente, sondert bildet für den Impairment Test andere Einheiten. Für Außenstehende lässt sich deshalb kaum nachvollziehen, wo Abwertungsbedarf bevorsteht.

Adidas kassierte sogar eine Rüge von der Bilanzpolizei, der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR). Der Sportartikelkonzern hatte den Impairment Test unerlaubterweise für Einheiten durchgeführt,

» Automobilhersteller etwa haben hier viel Spielraum, den sie zum Teil weidlich nutzen. Erstaunliches offenbart dabei Porsche. Der Sportwagenhersteller war über Jahre für seine konservative Bilanzpolitik bekannt – Entwicklungskosten kamen nur in homöopathischen Dosen in der Bilanz an. Gut für Aktionäre, die so vor negativen Überraschungen geschützt waren. Im Geschäftsjahr 2009/10, das am 31. Juli endete, hievte Porsche jedoch die FuE-Aktivierung auf aggressive 68 Prozent der Kosten – rund das Zehnfache des Wertes aus dem Jahr 2007/08.

WECHSEL AUF DIE ZUKUNFT

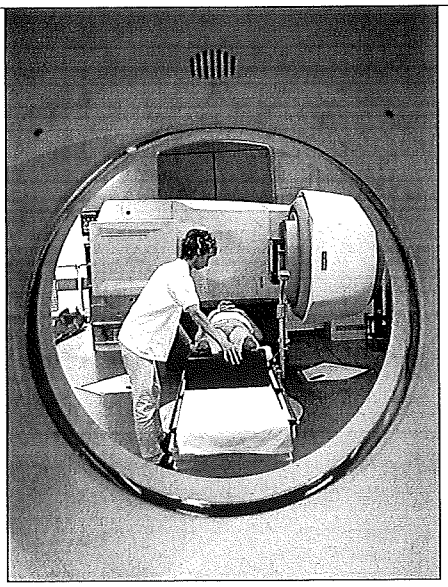
Der Grund: Hätte Porsche im vergangenen Jahr ähnlich wie zwei Jahre zuvor bilanziert, wäre der Verlust dramatisch höher ausgefallen. Porsche wies unter dem Strich im vergangenen Jahr 454 Millionen Euro Verlust aus. Die hohe FuE-Aktivierung sparte im Vergleich zur vorsichtigen Bilanzierung 2007/08 rund 360 Millionen Euro an Aufwand. Nach Steuern hätte Porsche, bei einer angenommenen Steuerquote von 30 Prozent, weitere 252 Millionen Euro Verlust ausweisen müssen, insgesamt also gut 700 statt 454 Millionen Euro Verlust. Wie unterschiedlich im VW-Konzern aktiviert wird, zeigen die deutlich divergierenden Quoten bei Volkswagen, Audi und eben Porsche (siehe Grafik Seite 97). Faustregel für Anleger: Je mehr ein Unternehmen an FuE aktiviert, desto besser müssen zukünftig die Geschäfte laufen. Ansonsten fressen die Abschreibungen auf FuE zukünftige Erträge auf.

Nur halb so hoch

Worauf die Börse bei Bayer achtet, wie der tatsächliche Gewinn ausfallen dürfte, wie ein echter bereinigter Gewinn aussähe

erwarteter Gewinn je Aktie 2011 in Euro, ausgehend...		darauf jeweils basierendes Kurs-Gewinn-Verhältnis 2011[1]
...vom Jahresüberschuss[1]	3,18	**12,0**
...von den von Bayer berechneten und von Analysten übernommenen bereinigten Gewinnen[1]	4,82	**7,9**
...von dem um früher übliche Abschreibungen auf Prämien übernommener Firmen bereinigten Gewinn[2]	2,46	**15,5**

[1] geschätzt; Quelle: Bloomberg;
[2] eigene Berechnung: Abschreibungen auf Bayers Goodwill in Höhe von 9 Milliarden Euro mit jährlichen, einheitlichen Raten über 15 Jahre unterstellt (gemäß ursprünglicher IAS-Regelung zu Beginn des Jahrtausends)



Zu schwach belichtet Siemens-Diagnostiksparte ist Sorgenkind der Münchner

1,4 Milliarden Euro
Vermögen plötzlich verschwunden



Was den Automobilherstellern recht ist, ist Pharmakonzernen eigentlich nicht billig. Der Grund: Ein neu zur Entwicklung stehendes Auto fährt irgendwann auf der Straße, die meisten neu zu erforschenden Medikamente finden dagegen nicht den Weg in die Apotheke. Deshalb sind Entwicklungskosten – als Wechsel auf die Zukunft – nur äußerst eingeschränkt als Vermögensposition anzusetzen.

So verfährt etwa Merck: In den vergangenen drei Jahren hat der Konzern in seiner Pharmasparte keinen Euro aktiviert. Entsprechend drohen auch keine Abschreibungen. Anders dagegen Bayer: Zum Ende des Geschäftsjahres 2010 waren in Entwicklung befindliche Projekte mit einem Betrag von 938 Millionen Euro aktiviert. Bayer bilanziert also um einiges aggressiver als Merck – mit entsprechend höheren Risiken für künftige Gewinne.

Der Bereinigungs-Bluff

Bei Bayer müssen sich Anleger zudem – wie bei den meisten anderen Konzernen auch – mit sogenannten bereinigten Gewinnen herumschlagen. Eigentlich, so sieht es die IFRS-Konzeption vor, sollte jeder Aktionär mit den Bilanzzahlen ein getreues Bild der wirtschaftlichen Lage erhalten. Offenbar schmeckt das vielen Konzernen jedoch nicht. So verkaufen sie Investoren regelmäßig Kennzahlen, die mit dem echten Netto, dem Gewinn nach Abzug aller Aufwendungen, nichts zu tun haben. RWE etwa jongliert mit einem sogenannten nachhaltigen Nettoergebnis, E.On mit einem „bereinigten Konzernüberschuss", die Deutsche Telekom misst sich derzeit gerne am Ergebnis vor Steuern, Zinsen, Abschreibungen und Amortisation, „bereinigt um Sondereinflüsse". Laut einer Untersuchung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG sind wie auch immer bereinigte Ergebnisse nicht vergleichbar – und für Anleger auch nicht nachvollziehbar. Die KPMG-Experten fanden in ihrer Studie insgesamt 30 unterschiedlich, eigenmächtig konstruierte Sondereffekte, die Finanzchefs aus ihren Gewinnen herausrechneten. Das führe „zu einer Gewinnillusion", sagt Bilanzexperte Leibfried. Denn Analysten übernehmen gern diese Ergebnisse, die regelmäßig höher liegen als der echte Nettogewinn.

Am Ende ergibt sich aus den Analystenschätzungen ein deutlich höheres Ergebnis je Aktie, umgekehrt sinkt das darauf basierende Kurs-Gewinn-Verhältnis. Das KGV aber dient der Börse immer noch als Dreh- und Angelpunkt für die Aktienbewertung.

MEISTERHAFT SCHÖNGERECHNET

Die Bayer-Aktie etwa ist auf den ersten Blick, auf Basis des bereinigten Gewinns, mit einem KGV von rund acht günstig. Auf Basis des erwarteten echten, also nicht bereinigten Nettogewinns für 2011 steigt das KGV gleich um 50 Prozent, auf rund zwölf.

Statt sich den Gewinn schönzurechnen, sollten Anleger bei Bayer lieber einen Risikozuschlag auf das KGV einkalkulieren. Denn auch Bayer schleppt einen hohen Goodwill mit sich herum, in erster Linie aus der Übernahme von Schering 2006. Die Leverkusener schreiben darauf aber kaum etwas ab.

Unterstellt, der Goodwill würde wie früher über 15 Jahre abgeschrieben, stiege das KGV gleich auf einen Wert von knapp 16 (siehe Tabelle links).

Derartige Berechnungen sind kein Voodoo, sondern könnten schnell wieder Realität werden. Denn mit der aktuellen Abschreibungspraxis sind weder Analysten noch Bilanzexperten zufrieden – selbst die Londoner Regelsetzer des IASB nicht. So »

FOTO: RAINER WEISFLOG; ILLUSTRATION: EDEL RODRIGUEZ

Versteckte Milliardenschulden

In welcher Höhe die Dax-Unternehmen Verbindlichkeiten aus Leasing bisher nicht in der Bilanz führen[1]

Unternehmen	bisher noch nicht bilanzierte Leasingverpflichtungen, in Millionen Euro	aktuelle Nettoschulden erhöhen sich dadurch um... (in Prozent)
Deutsche Telekom	19542	43
Metro	8706	**104**
Deutsche Post	5431	**192**
Deutsche Bank	4433	4
Commerzbank	3547	2
Siemens	2787	48
Volkswagen	2220	4
Lufthansa	2072	**128**
Daimler	2021	5
Allianz	1780	6
Fresenius	1717	19
Fresenius Medical Care	1604	34
BMW	1283	3
BASF	1219	10
Adidas	1167	**137**
E.On	1069	5
ThyssenKrupp	1041	18
MAN	769	36
SAP	657	**175**
HeidelbergCement	545	7
Bayer	545	7
RWE	477	3
Linde	466	9
Deutsche Börse	408	**56**
Münchener Rück	353	19
Infineon	270	12[2]
Henkel	153	6
Merck	118	3
Beiersdorf	112	5[2]
K+S	77	40
Summe Dax	66590	-

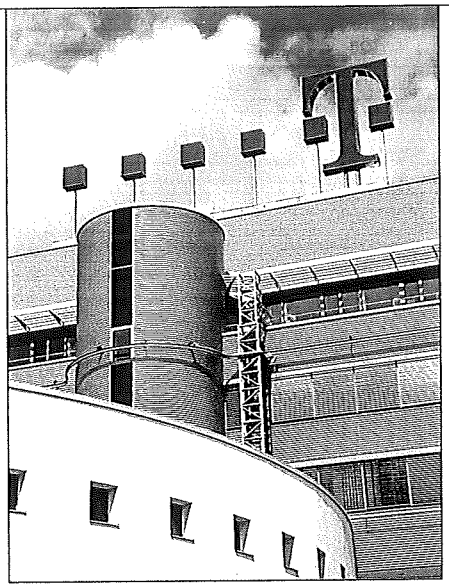
[1] jeweils Barwerte; [2] Verringerung der Liquidität in Prozent; Quelle: FAS AG/Stuttgart, Bloomberg, eigene Berechnungen; Zahlen gerundet

Da kommt noch was nach...

Die EU-Unternehmen mit den höchsten noch nicht bilanzierten Leasingschulden

Unternehmen	Land	nicht bilanzierte Leasingschulden (in Millionen Euro)*
Tesco	GB	10456
BP	GB	9112
France Télécom	F	7836
Vodafone	GB	6196
Telefónica	E	5729
SBM Offshore	NL	5494
Carrefour	F	5251
Air France-KLM	NL	4780
Ahold	NL	4758
Royal Bank of Scotland	GB	4741

* Barwerte; Quelle: FAS AG/Stuttgart



Teuer ermietet Bei der Telekom sind viele Gebäude nur geleast, nicht im Eigentum

20 Milliarden Euro neue Schulden wegen Leasing



» könnte jederzeit ein neuer Standard die Unternehmen wieder zu jährlichen Goodwill-Abschreibungen verpflichten.

Der Schulden-Bluff

Eine weitere Lücke, die die Unternehmen weltweit in der Vergangenheit weidlich nutzen, betrifft spezielle Miet- und Mietkaufverträge (Leasing). Unternehmen mussten bisher in einem komplexen Verfahren prüfen, ob sie ein geleastes Gut in der Bilanz aufführen müssen oder nicht. Sehr vereinfacht gesagt, mussten das Leasingobjekt und die mit ihm verbundenen Schulden nur bilanziert werden, wenn das Unternehmen den größten Teil der wirtschaftlichen Chancen und Risiken aus dem Leasingvertrag trägt. Lagen die Risiken bei dem Leasinggeber, konnten Leasingobjekt und -schulden außerhalb der Bilanz geführt werden. Es kam, was kommen musste: Gemeinsam mit Leasinggesellschaften und Banken konstruierten die Unternehmen ihre Verträge möglichst so, dass die Schulden aus den Mietverträgen nicht in der Bilanz landeten. Die Schweizer Credit Suisse schätzte vor Jahresfrist, dass weltweit so insgesamt 1700 Milliarden Dollar an Schulden außerhalb der Bilanzen geführt wurden. Allein für die 249 größten Unternehmen in Europa ermittelte die Stuttgarter Unternehmensberatung FAS, dass rund 80 Prozent aller Leasingverpflichtungen bisher nicht in der Bilanz erscheinen. Deren heutiger Gegenwert liegt bei 250 Milliarden Euro.

BONITÄT UNTER DRUCK

Die Regelsetzer vom IASB reagierten. Nach langen Diskussionen sollen diese Schulden, abgesehen von Leasingverträgen mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr, nun in die Bilanz. Der Zeitpunkt für die Bilanzierungspflicht ist zwar noch einmal nach hinten verlegt worden. Stichtag ist jetzt der 1. Januar 2015. „Dennoch sollten sich Aktionäre mit dem Thema schon jetzt beschäftigen, schließlich sind die Schulden ja jetzt auch schon vorhanden", sagt FAS-Partner Peter Adolph. Denn „mit den neuen Regeln zum Leasing wird sich die Verschuldung erhöhen, und auch andere wichtige Kennzahlen verändern sich. Klar ist etwa, dass die Bilanzsumme der betroffenen Unternehmen steigt."

Die FAS hat exklusiv für die WirtschaftsWoche ausgerechnet, wie stark Unternehmen von der Neuregelung betroffen sein werden. Das Ergebnis für die 30 Dax-Unternehmen: Wenigstens 67 Milliarden Euro neue Schulden kommen ans Tageslicht.

Spitze in Europa ist die Deutsche Telekom mit einem Zuwachs von fast 20 Milliarden Euro (siehe Tabellen links). Besonders stark erhöht sich auch die Verschuldung von Metro, Deutscher Post und Lufthansa. „Damit verschlechtern sich wichtige Kerngrößen für die Bonitätsbewertung, wie der Verschuldungsgrad, also das Verhältnis von Schulden zu Eigenkapital", sagt Adolph.

Allerdings ergeben sich über die neuen Bilanzregeln auch positive Effekte. So wird sich etwa das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (Ebit) verbessern. Der Grund: Während sich bisher Belastungen aus dem Leasinggeschäft in der Regel voll im Ebit niederschlugen, wird sich dort demnächst nur noch ein Teil davon finden.

Und: Bis 2015 dürften die Unternehmen wiederum Wege gefunden haben, nicht alle Karten auf den Tisch legen zu müssen, sprich: einen Teil der Schulden wiederum zu verstecken.

Bluffs zu durchschauen wird sich für Anleger auch dann noch lohnen. ■

christof.schuermann@wiwo.de

FALSCHBILANZIERUNG

Von wegen innovativ

Was die Bilanzaufsicht DPR bei Unternehmen kritisiert.

Die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) prüft seit sechs 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 2011 festgestellten Fehler aus den Unternehmensbilanzen unterschiedlicher Vorjahre.

Adidas

Der Dax-Konzern hatte 2009 seinen Impairment-Test auf den Goodwill auf einer Ebene durchgeführt, die größer war als die im Geschäftsbericht ausgewiesenen Segmentgrenzen. Das verstößt gegen die Regeln. Zudem wurden nur eingeschränkte Angaben zur Marke Reebok gemacht, die nicht erkennen lassen, dass dort ein operativer Verlust von 160 Millionen Euro anfiel.

Basler

Der Kamerabauer hatte ein Leasinggeschäft falsch dargestellt. Sacheinlagen wurden dadurch um wenigstens 9,7 Millionen Euro zu niedrig ausgewiesen, ebenso Finanzverbindlichkeiten.

CDV Software

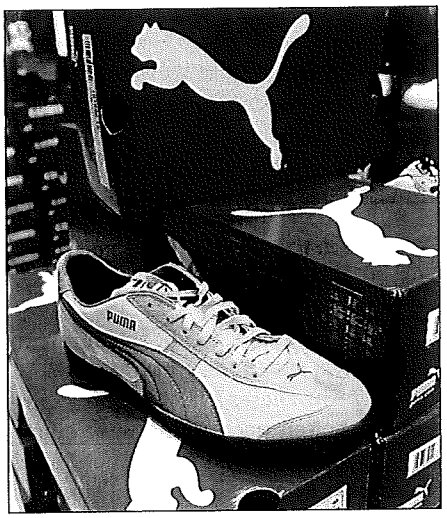
Firmenwerte wurden um 4,1 Millionen Euro zu niedrig ausgewiesen, der Jahresüberschuss fiel um 2,7 Millionen Euro zu hoch aus. Neben weiteren Fehlern und fehlenden Angaben im Konzernanhang kritisiert die Prüfstelle das Selbstlob des Managements des PC-Spieleanbieters, das eine operative Ergebnissteigerung von minus 7,9 Millionen Euro (2006) auf plus 2,4 Millionen Euro (2007) auf das neue, innovative Geschäftsmodell zurückführte. Im Wesentlichen, kommentierte die Prüfstelle trocken, sei die Ergebnissteigerung auf andere Faktoren – etwa auf geringere Abschreibungen – zurückzuführen. 2010 musste CDV Insolvenz anmelden, ist aber als Pennystock weiter börsennotiert.

DocCheck

Dem Kölner Medizinportalbetreiber lastet die Prüfstelle im Abschluss 2009 gleich sechs Fehler an. So stimmte etwa die Angabe von Zinssätzen zur Goodwill-Ermittlung nicht mit den tatsächlich angewendeten Zinssätzen überein. Der Cash-Flow wurde falsch berechnet.

Elmos Semiconductor

Der Dortmunder Halbleiterbauer hatte Eigenkapital sowie Goodwill um jeweils 4,8 Millionen Euro überhöht angegeben und fehlerhafte Angaben zu latenten Steuern gemacht.



Nicht vertretbar Puma hatte in Griechenland zu kämpfen – und mit der Bilanzpolizei

Fielmann

Angaben über Leasinggeschäfte waren unvollständig. So fehlte eine Summe von 350 Millionen an künftigen Mindestleasingzahlungen für Ladenflächen und zehn Millionen Euro, die der Brillenfilialist als Leasinggeber zu verbuchen hatte. Zudem waren in der Bilanz 2009 die sonstigen betrieblichen Erträge und der Materialaufwand um jeweils 57,1 Millionen Euro zu hoch ausgewiesen.

H&R Wasag

Ein Ertrag über 2,2 Millionen Euro aus der Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien wurde als Ertrag vereinnahmt. Das Chemieunternehmen hätte ihn aber im Eigenkapital erfassen müssen.

Interseroh

Das Recyclingunternehmen hatte bei einer rückwirkenden Anpassung der Jahresbilanz eine Wertberichtigung über 12,4 Millionen Euro nicht angegeben.

Maternus-Kliniken

Die Angabe über eine indirekte Mehrheitsbeteiligung des Aufsichtsratsmitglieds Sylvia Wohlers de Meie fehlte. Die Verlängerung eines Darlehens an die insolvente Schwester Ymos über 1,1 Millionen Euro wurde nicht genannt. Die Vergütungsstruktur wurde nur mangelhaft dargestellt und fälschlicherweise behauptet, das Unternehmen entspreche den Empfehlungen zum Corporate Governance Kodex. Wesentliche Angaben zum Impairment Test fehlten ebenso.

Puma

Gleich in zwei Abschlüssen (zum 31. Dezember 2009 und zum 30. Juni 2010) stellt die Prüfstelle Fehler fest. Wegen „doloser Handlungen" (betrügerisch, manipulatorisch) bei der Tochter Puma Hellas, war der Konzernabschluss der Mutter massiv fehlerhaft. Der Jahresüberschuss per Ende 2009 war um 48,6 Millionen Euro zu hoch, das Ergebnis je Aktie um 3,22 Euro überhöht, das Eigenkapital um 106,5 Millionen Euro zu hoch angesetzt. Zudem waren Forderungen, Firmenwerte, Rückstellungen, Bankverbindlichkeiten und andere Verbindlichkeiten falsch bilanziert. Diese Fehler zogen sich durch bis zum 30. Juni 2010, als der Sportartikelkonzern einen verkürzten Abschluss vorlegte. Wegen ähnlicher Fehlbilanzierung waren unter anderem das Eigenkapital um 127,8 Millionen und der Jahresüberschuss um 21,3 Millionen zu hoch angesetzt.

TAG Immobilien

Im Jahresabschluss 2009 fehlte eine Rückstellung über 1,6 Millionen Euro für eine anstehende Begleichung von Schadensersatzansprüchen. Zudem fehlten Angaben, welche wesentlichen Annahmen der Bewertung von Renditeliegenschaften über 596,7 Millionen Euro zugrunde liegen.

christof.schuermann@wiwo.de