

Invest

Viel heisse Luft in den Bilanzen der DAX-Unternehmen

Deutsche Unternehmen schreiben Übernahmewerte wegen neuer Regeln nur noch zögerlich ab. Auf die Anleger lauern dadurch neue Gefahren. *Von Susanne Ziegert, Berlin*

Trotz Euro-Krise und zuletzt gesenkten Wachstumsprognosen strotzen deutsche Unternehmen vor Kraft. Schon zweimal überstieg der Leitindex der deutschen Börse DAX in diesem Jahr kurzzeitig die Grenze von 8000 Punkten. Das Rekordhoch von 8151 stammt von 2007. Auch die Gewinne der Firmen sind nicht unbescheiden: Die Aktionäre profitieren davon. Nach einer Analyse von Ernst & Young schütten die DAX-Firmen heuer 7,6 Mrd. € aus, nochmals 2% mehr als im Vorjahr.

Doch bei einigen Börsenlieblingen enthalten die Bilanzen reichlich viel heisse Luft. Nach einer Untersuchung der Universität St. Gallen haben viele DAX-Unternehmen die Prämien für die Übernahmen von Unternehmen, den sogenannten Goodwill, nur sehr zögerlich abgeschrieben. Der Goodwill beschreibt die Differenz aus dem bezahlten Kaufpreis und dem bewertbaren Vermögen. «Der Goodwill spiegelt die Zukunftserwartung des Managements an eine Übernahme wider, die Hoffnung auf künftige Einnahmen», erklärt der Accounting-Professor Peter Leibfried von der Universität St. Gallen. Seit 2004, der Einführung des Rechnungslegungsstandards IFRS 3, müssen Goodwill-Positionen nicht mehr linear abgeschrieben werden. Seither kann das Management in einem jährlichen Impairment-Test selbst bewerten, wie werthaltig die bezahlten Prämien in der Bilanz noch sind.

Böse Überraschungen

Seither schreiben die DAX-Unternehmen nur noch halb so viel ab wie zuvor. Von 2005 bis 2011 waren die Goodwill-Werte der deutschen Firmen von 127 auf knapp 195 Mrd. € angewachsen, im Jahr 2000 hatte der Wert noch bei 79 Mrd. € gelegen. Im Jahr 2011 wurde nur 2,7% des Wertes abgeschrieben – vor der Einführung des neuen Standards im Jahr 2004 waren es noch 6,11% gewesen. Während die Firmenwerte zuvor linear über maximal 20 Jahre abgeschrieben wurden, ergibt sich heute eine Nutzungsdauer in Höhe von 70 bis 100 Jahren. «Die Unternehmen versuchen damit, unangenehme Wahrheiten zu vermeiden. Hohe Abschreibungen der Werte wären ein Eingeständnis für einen Misserfolg», sagt Leibfried.

Anlegern sollten hohe Goodwill-Positionen nicht egal sein. Denn es drohen böse Überraschungen. Zum Beispiel dann, wenn bei einem Wechsel in der Chefetage plötzlich Milliarden-summen abgeschrieben werden. Die Aktionäre der Deutschen Telekom



Beim Hightech-Konzern Siemens entspricht der Goodwill in der Bilanz fast der Hälfte des Eigenkapitals. (31. 7. 2012)

wurden durch einen hohen Verlust in Höhe von 5,3 Mrd. € überrascht, der durch Wertminderungen der amerikanischen Tochtergesellschaft entstand. In der letzten Bilanz, die der langjährige Telekom-Chef René Obermann vorstellte, wurde der Goodwill um satte 7,4 Mrd. € abgeschrieben. Am vor-

Latente Gefahr

DAX-Firmen mit hohen Goodwill-Positionen		
Unternehmen	Goodwill in Mio. €	Goodwill in % des Eigenkapitals
Bayer	9 160	48
Deutsche Post	12 074	108
Deutsche Telekom	17 158	43
Fresenius	12 669	116
Heidelberg Cement	10 763	79
Henkel	6 712	77
Linde	7 868	65
RWE	13 593	80
SAP	8 709	69
Siemens	15 706	49
Per Ende 2011		

Quelle: Universität St. Gallen

sichtigsten sollen Investoren bei Branchen sein, in denen in den letzten Jahren viel akquiriert worden ist.

Risiko Asien

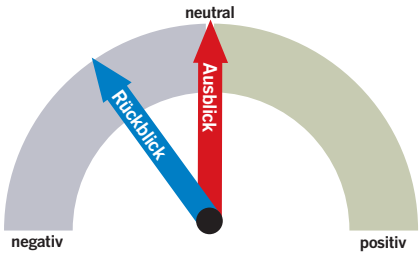
«Wenn der Goodwill über 100% des Eigenkapitals liegt, sollte man als Anleger genauer hinschauen», empfiehlt Marc Tüngler, Geschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz. Dann sei eine genaue Bewertung der Geschäftsaussichten der übernommenen Firmen nötig. 2011 wiesen insbesondere Fresenius und Fresenius Medical Care Werte aus, die das Eigenkapital überstiegen. Fresenius steigerte den Firmenwert in diesem Jahr sogar noch auf 16 Mrd. €. Dennoch steht die Firma nach Meinung von Analysten auf solider Basis. «Problematisch ist dieser Wert vor allem bei einem zyklischen Geschäftsmodell wie in der Stahlbranche oder Chip-Industrie», warnt Tüngler. Dann komme es in einer Phase der Schwäche zusätzlich zu hohen Abschreibungen. Auch bei einer plötzlichen Änderung des Geschäftsmodells können diese Posten zum Problem werden. So mussten Energieriesen wie RWE oder E.On

wegen der Energiewende ihre eingekauften Werte kräftig abwerten.

Als unbedenklicher stuften Analysten den Rekordwert des Goodwills bei der Deutschen Post ein, der das Eigenkapital übersteigt. Den Wert bescherte eine Einkaufstour in der Logistikbranche. «Im gegenwärtigen Börsenumfeld geht der Druck für Abschreibungen gegen null, die Gewinnerwartungen sind relativ positiv», sagt der Analyst der Haspa, Ingo Schmidt. Die Post habe sich als Logistikdienstleister in Asien positioniert und verdiene zudem im Inland am Brief- und Paketgeschäft.

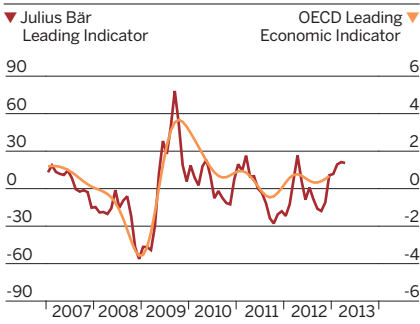
Kritisch wird der Post-Goodwill dann, wenn der Wind in Asien dreht, was einige Prognosen befürchten lassen. Die Wirtschaftsweisen, das wichtigste Beratergremium der deutschen Bundesregierung, hat seine Erwartungen kürzlich nach unten korrigiert. Bereits im Vorjahr gingen die deutschen Exporte im Maschinenbau und in der Elektrotechnik nach China zurück. Die Autohersteller jedoch verkauften so viele Wagen im Reich der Mitte wie noch nie. Sicher ist: In einer Konjunkturflaute werden aufgepolierte Bilanzen schnell zum Problem.

Börsenkompass



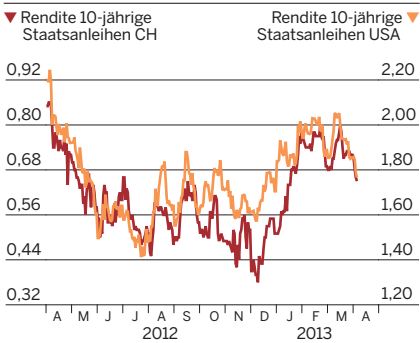
Konjunktursorgen lasten auf der Stimmung an den Aktienmärkten. Die Notenbanken versuchen mit günstigem Geld dagegenzuhalten. Impulse dürften die Quartalszahlen der Firmen geben.

Konjunktur



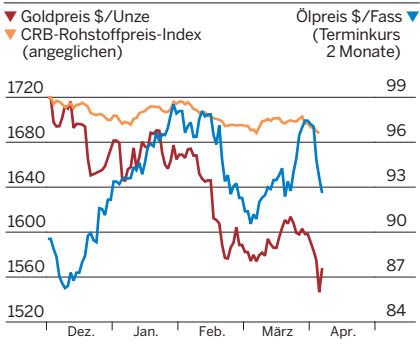
Quelle: Julius Bär

Zinsen



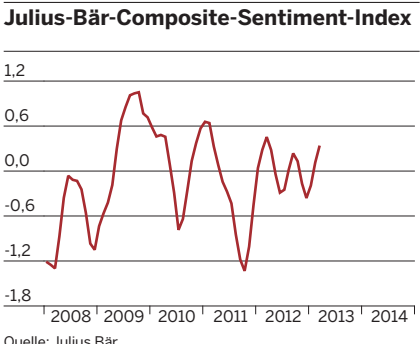
Quelle: vwdgroup

Rohstoffe, Öl, Gold



Quelle: vwdgroup

Börsenstimmung



Quelle: Julius Bär

Kurse/Zinsen

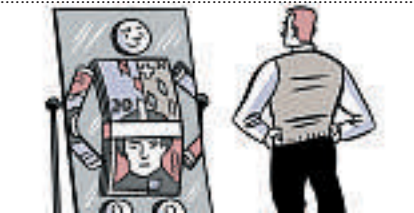
Devisen, Edelmetalle, Öl

In Fr.	Aktuell	letzte Woche	Ende 2012
1 Dollar	0.9348	0.9500	0.9155
1 Euro	1.2149	1.2175	1.2075
1 Pfund	1.4332	1.4433	1.4878
Gold (Fr./kg)	47462	48668	48596
Heizöl (Fr./100 Liter)	102.00	105.40	103.40

Hypothekarzinsen

	CS	UBS	ZKB	Raiff.	Migros
Variabel	2.85	-	2.50	2.63	2.25
Fest 3 Jahre	1.20	1.41	1.37	1.40	1.16
Fest 5 Jahre	1.48	1.68	1.67	1.65	1.41
Fest 8 Jahre	1.97	2.10	-	2.10	1.89

Investoren sollten China-Risiko begrenzen



Geldspiegel

Markus Städeli

Wirtschaftskrisen kommen selten überraschend. In der Regel gibt es Anzeichen für die kommenden Turbulenzen. Nicht das einzige, aber das wichtigste Menetekel ist jeweils eine rasche Zunahme der Verschuldung. Eine solche kündete nicht nur die jüngste Finanzkrise an, son-

dern zuvor schon den Absturz Japans 1989 oder jenen Südkoreas 1998.

Der US-Vermögensverwalter GMO warnt jetzt vor einer ähnlichen Entwicklung in China. Dort ist die Staatsverschuldung seit 2007 massiv angestiegen – auf 90% der Wirtschaftsleistung (siehe Grafik).

Kaum beruhigender ist die Entwicklung der Gesamtverschuldung der Wirtschaft (ohne den Finanzsektor) – in Form von Bankkrediten, Bonds und Krediten des Schattenbankensystems. Sie beläuft sich auf 190% des Bruttoinlandprodukts (BIP). Für ein Schwellenland ist das eine sehr hohe Schuldenlast.

Es gibt weitere beunruhigende Signale. GMO findet etwa suspekt, dass es in China kaum je zu Konkursen kommt. Der Prozentsatz der sogenannten notleidenden Kredite im Verhältnis zu den gesamten Ausleihungen der Banken ist von 16% im Jahr 2004 auf etwa 1% gefallen. Kapitalismus

ohne Konkurse aber sei wie der Himmel ohne Hölle. Dazu kommt eine hartnäckige Immobilienblase, welcher die Regierung nicht Herr wird: In New York kosten Immobilien etwa das

Schulden explodieren



Quelle: GMO, Andrew Hunt Economics

Sechsfache eines Haushaltseinkommens, in Tokio das Zehnfache, in Peking jedoch das 22-Fache. Gleichzeitig stehen in China so viele Wohnungen und Häuser leer, dass man theoretisch die ganze Wohnbevölkerung Deutschlands nach China verpflanzen könnte.

Die unnatürlich tiefe Verzinsung von Spareinlagen bei den Banken lockt chinesische Investoren nicht nur in Immobilien, sondern auch in «innovative», das heisst sehr komplexe Finanzprodukte. Und jene, die können, schaffen ihr Geld ausser Landes.

China wird sicher nicht über Nacht gegen die Wand fahren. Investoren sollten aber die Risiken im Auge behalten und den Anteil ihrer Anlagen, die mit dem wirtschaftlichen Gedeihen Chinas eng verknüpft sind, begrenzen. Dazu zählen andere asiatische Märkte und westliche Firmen mit einem hohen Exportanteil ins Reich der Mitte – viele DAX-Konzerne, aber auch ABB, Richemont oder Swatch.