Private Krankenversicherung
Für wen sich der Wechsel lohnt

Steuern senken Warum Merkels
Rettungspaket nicht wirkt

Heute inklusive



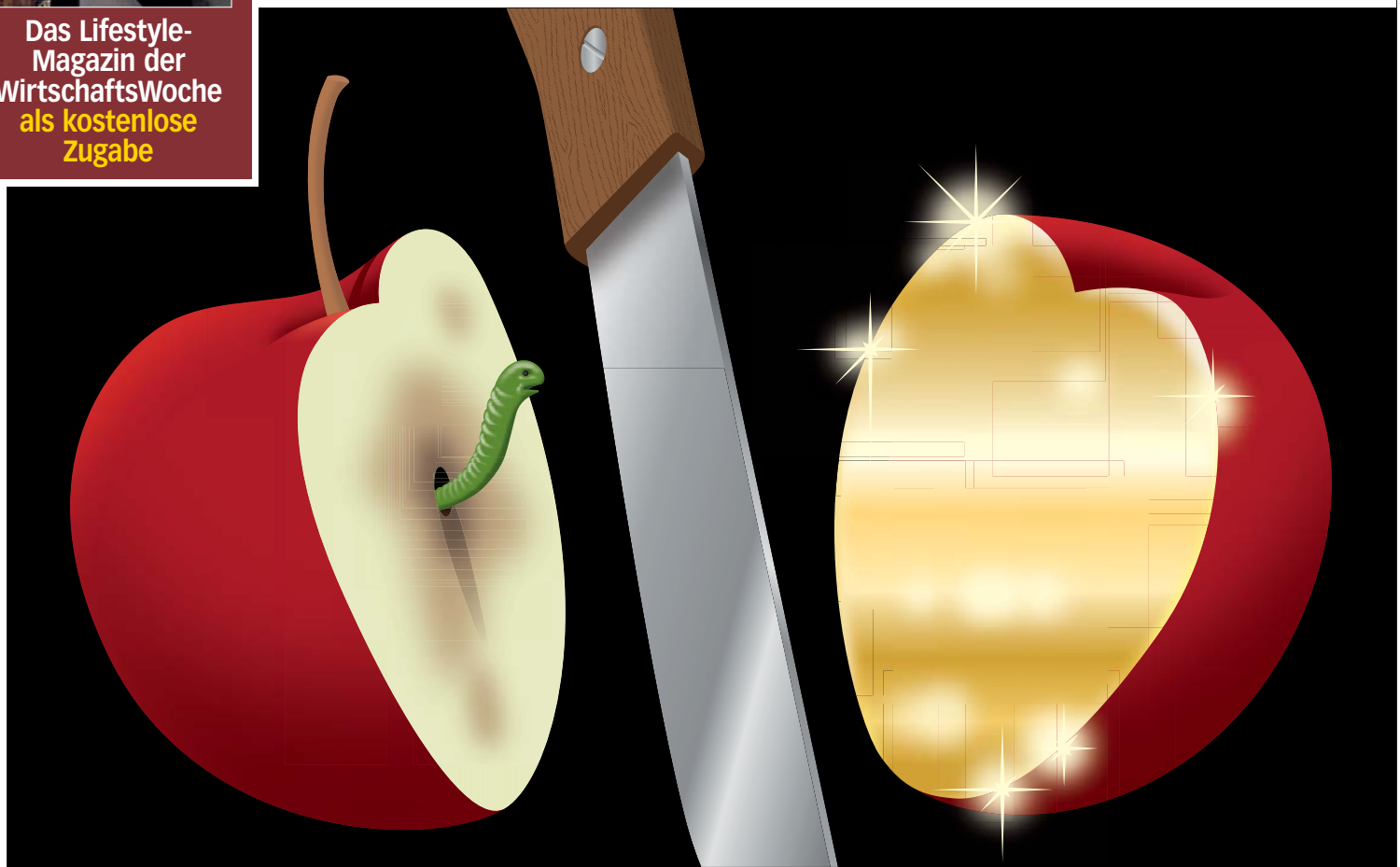
Das Lifestyle-Magazin der WirtschaftsWoche als kostenlose Zugabe

Wirtschafts Woche

48

24.11.2008 | Deutschland €3,60

4 198065 803608 48



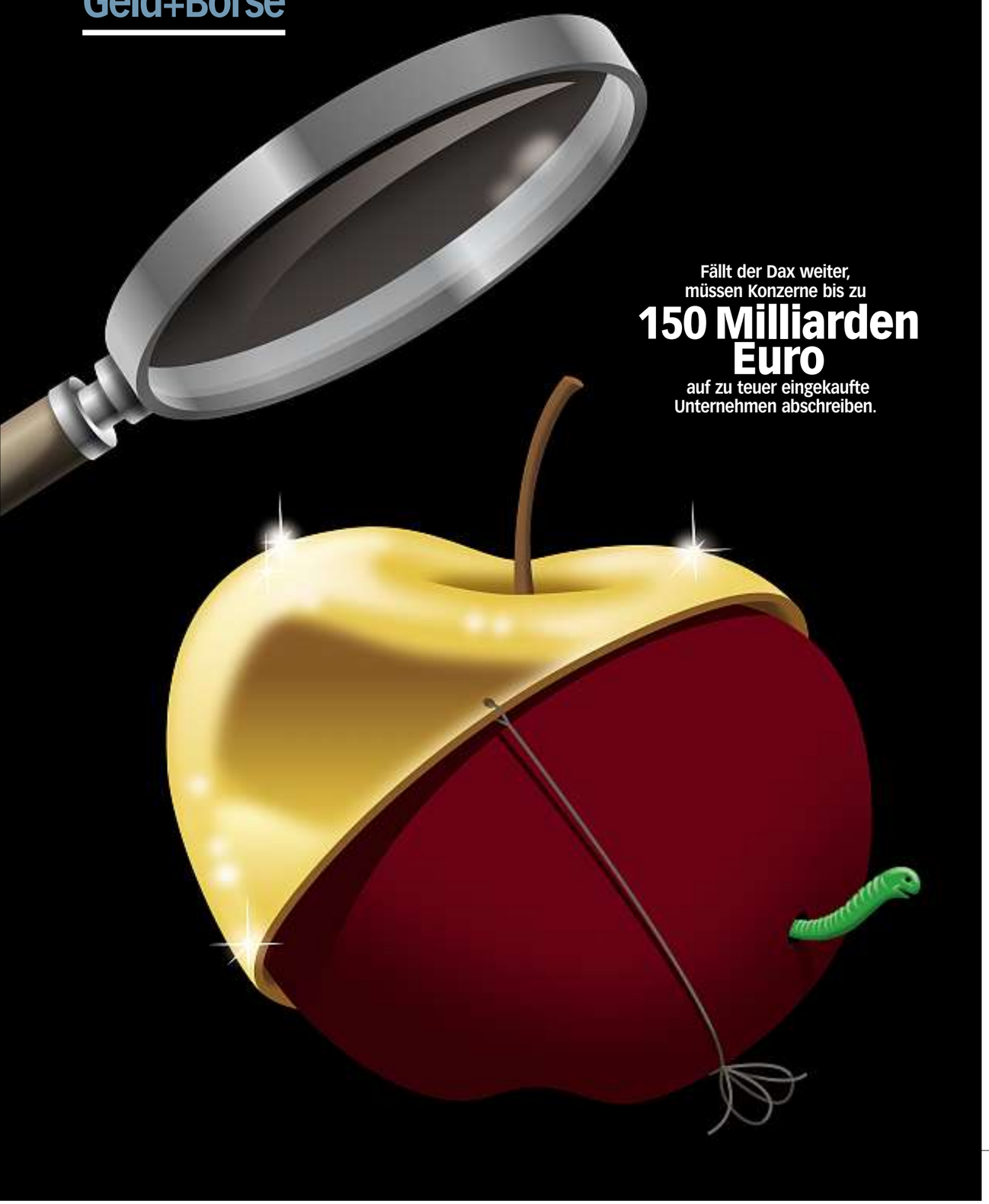
110 Unternehmen im Test

Wem Sie noch trauen können

Welche Bilanzen sind faul, welche gesund?

Schweiz CHF 6,40 | Österreich €3,80 | Belgien €4,10 | Bulgarien BGN 8,50 | Dänemark DKK 31,- | Frankreich €4,10 | Griechenland €4,80 | Großbritannien GBP 3,60 | Italien €4,50 | Kroatien 43 KN | Lettland LVL 3,70 | Luxemburg €4,10 | Niederlande €4,10 | Polen PLN 19,- | Portugal €4,50 | Slowakei SKK 138,50 (€4,60) | Spanien €4,50 | Tschechien CZK 169,- | Türkei YTL 9,90 | Ungarn FT 1.260,-

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



Fällt der Dax weiter, müssen Konzerne bis zu **150 Milliarden Euro** auf zu teuer eingekaufte Unternehmen abschreiben.

ILLUSTRATION: CHRISTOPH NIEMANN

[Innen faul]

Unternehmen aus Dax und MDax haben sich im Kaufrausch der vergangenen Jahren heillos übernommen. Nun drohen massive Abschreibungen auf den Wert ihrer Töchter und damit Gewinneinbrüche. Welche **Aktien** getroffen werden, welche noch einmal davonkommen könnten.

New York, 30. September 2008, 16 Uhr Ortszeit. Die US-Börse schließt gerade ihre Pforten. Einige Händler halten schon die erste Dose Budweiser in der Hand, da trudelt noch ein letzter Auftrag aufs Parkett. 1221 Aktien von American Water werden geordert, zu 21,50 Dollar – ein Kurs rund zehn Prozent über dem Tagestief der Aktie. Um 16.03 Uhr wird das Geschäft abgerechnet, dann herrscht Ruhe an Wall Street. Der starke Kursanstieg der Aktie findet in den Börsenberichten des Tages keine Beachtung – wohl aber 6000 Kilometer entfernt am Essener Opernplatz, am Stammsitz des Versorgers RWE. RWE-Chef Jürgen Großmann hält noch 60 Prozent an American Water. Sein Vorvorgänger Dietmar Kuhnt hatte das Unternehmen 2003 zu 46 Dollar je Aktie oder 8,6 Milliarden Dollar inklusive Schulden gekauft. Großmann kam der plötzliche Kursanstieg an jenem Abend des 30. September äußerst gelegen: Die American-Water-Aktie schloss – welch Zufall – mit der letzten Order zum Quartalsende exakt zu jenem Kurs, zu dem RWE die US-Tochter noch in ihren Büchern bewertet hat.

Und so sah alles danach aus, als könne Großmann, welch glückliche Fügung, eine Abschreibung auf den American-Water-Wert bis auf Weiteres vermeiden. Doch die Freude am Essener Opernplatz dürfte nur kurz währen. Schon am 1. Oktober fiel der Kurs von American Water wieder deutlich unter die 21,50 Dollar. Welche Folgen es haben kann, sollte der Kurs weiter fallen, wissen RWE-Aktionäre: Die Essener schleppen ihre Tochter schon lange zu überhöhten Preisen durch die Bücher. Erst in der Jahresbilanz 2007 schrieben sie 429 Millionen Euro auf den Wert von American Water ab. Wenige Monate später, zum Börsengang der Sparte im Frühjahr 2008, dann der nächste Hammer: Großmann musste weitere 628 Millionen Euro wertberichtigen und die für 2008 ausgegebene Gewinnprognose kassieren. Doch längst müssen nicht nur RWE-Aktionäre vor weiteren Abschreibungen zittern.

In den Bilanzen der meisten großen Unternehmen schlummern Milliarden an Beteiligungen, deren Wert angesichts der Rezession und gestiegener Finanzierungskosten äußerst fraglich geworden ist. Anleger sollten deshalb ihr Depot überprüfen und sich vor neuen Engagements die Frage stellen, ob Unter- »

Erhoffte Gewinne stehen auf dem Spiel

Wie viel die 80 Unternehmen aus Dax- und MDax auf ihre Übernahmen noch abschreiben müssen (drei Szenarien)

bei einem Dax von	Abschreibungsbedarf[1] aus Übernahmen der Jahre				Wertverluste maximal[2]	von Analysten erwartete Gewinne aller Dax-Unternehmen 2008:
	bis 2004	2005	2006	2007		
3000 Punkten	24,3	4,9	11,2	9,0	49,4	61,5 Milliarden Euro
4000 Punkten	0	2,0	7,3	7,0	16,3	
5000 Punkten	0	0	3,5	5,0	8,5	
bei einem MDax von						**erwartete Gewinne aller MDax-Unternehmen 2008**
3000 Punkten	12,4	2,6	2,7	10,0	27,7	11,5 Milliarden Euro
4000 Punkten	7,3	1,8	2,2	8,6	19,9	
5000 Punkten	2,3	1,0	1,7	7,3	12,3	

[1] in Milliarden Euro; [2] in Milliarden Euro; Voraussetzung: Dax/MDax fallen nicht unter 3000 Punkte; Quelle: FAS AG, Stuttgart; Universität St. Gallen (HSG); Bloomberg

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

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

Unternehmen verschleiern ihre **Firmenwerte.** Aktionären fehlen damit nach Übernahmen wichtige Informationen.

Im Dunkeln

Vorstände versprechen sich von Übernahmen vieles: günstigere Einkaufspreise zusammen mit der neuen Tochter, sinkende Verwaltungskosten, steigende Umsätze und Gewinne. Wegen dieser erhofften Synergien zahlen sie bei Übernahmen meist einen höheren Preis als das Vermögen der neuen Tochter zum Kaufzeitpunkt wert ist. Diese Differenz schlägt sich in der Bilanz in der Position Geschäfts- und Firmenwerte (Goodwill) nieder. Der Firmenwert ist ein reiner Hoffnungswert: Er reflektiert die Erwartungen des Vorstands an künftige Erträge aus der neuen Tochter.

Früher würde der Firmenwert – wie Maschinen oder Gebäude – jährlich abgewertet. Diese Abschreibungen (fünf bis zehn Prozent) minderten dann auch den Gewinn. Nach 10 bis 20 Jahren war der Firmenwert vollständig abgeschrieben und aus der Bilanz. Ein Risiko, dass aus der Übernahme noch den Gewinn mindernde Abschreibungen folgen würden, bestand dann nicht mehr. Seit 2004 dürfen Unternehmen die regelmäßigen Abwertungen jedoch unterlassen. Stattdessen wird der Firmenwert jährlich überprüft: Laufen die Geschäfte der Tochter noch wie geplant, sind die Zinskosten gleichgeblieben? Wenn nicht, muss der Vorstand eine Sonderabschreibung vornehmen (Impairment).

Beispiel RWE. Der Versorger schloss 2003 die Übernahme von American Water für 8,6 Milliarden Dollar ab. Alle übernommenen Schulden und das Vermögen der neuen US-Tochter wurden neu bewertet. Heraus kam, dass RWE eine Prämie von 3,2 Milliarden Euro auf den Unternehmenswert von American Water gezahlt hatte. Diese 3,2 Milliarden Euro sind dann als Firmenwert auf die Vermögensseite der RWE-Bilanz gebucht worden. RWE schrieb im ersten Jahr nach der damals noch gültigen Regel auf diesen Firmenwert ab, rund 200 bis 300 Millionen Euro. Nachdem 2004 die regelmäßige Abschreibung abgeschafft worden war, prüfte RWE jährlich den Gehalt des Firmenwertes. Ende 2007 ergab dieser Test einen Abwertungsbedarf von 429 Millionen Euro. Nachdem der Börsengang von American Water im April dieses Jahres nicht den erhofften Verkaufspreis erlöste, musste RWE noch einmal 628 Millionen Euro Miese als Sonderabschreibung in der Gewinnrechnung verbuchen.

RWE ist auch ein Beispiel dafür, wie Unternehmen die Risiken aus Firmenwerten vor Aktionären verbergen. Denn in den Jahren 2004 bis 2006 versteckten die Essener American Water in ihrer großen Wassersparte. Dort gab es auch einige Abschreibungen. Wie viel jedoch exakt auf ihre US-Tochter entfielen, blieb so lange im Dunkeln, bis RWE sich entschloss, American Water über die Börse zu verkaufen. „Die Spielräume sind erheblich. Das beginnt schon bei der Frage, wie die für die Bewertung maßgeblichen Unternehmensteile abgegrenzt werden", sagt Ingo Weber, Vorstand der Stuttgarter FAS AG.

Die Bilanzregeln sehen eigentlich vor, Töchter bis auf die kleinste betriebswirtschaftlich sinnvolle Einheit für die Bestimmung des Firmenwertes herunterzubrechen, um für Aktionäre mögliche Abschreibungen darauf auch erkennbar zu machen. In der Praxis passiert das Gegenteil: So gut wie alle Unternehmen verstecken ihre Firmenwerte in größeren Einheiten. Das hat für sie den Vorteil, dass beispielsweise ein schlecht laufendes US-Geschäft vertuscht werden kann, wenn es mit dem gut laufenden Mexiko- und Kanada-Geschäft zusammengerührt wird. Zudem „bietet die Ermittlung des Abzinsungsfaktors Spielräume", sagt Weber: Unternehmen zinsen die erwarteten Mittelzuflüsse aus ihren Firmenwerten auf ihren heute gültigen Wert ab. Je niedriger dabei der Zins, desto eher sind Abschreibungen zu vermeiden. Die Zinsen für Unternehmensfinanzierungen sind aber 2008 gegenüber den Ursprungsannahmen stark gestiegen. Gleichzeitig bricht das Geschäft ein, Aktienkurse sind abgestürzt. Hohe Firmenwertabschreibungen sind jetzt unumgänglich.

Die gefährlichste Bilanzposition, die Investoren jetzt im Auge behalten sollten, findet sich in der Rubrik Geschäfts- und Firmenwerte, auch Goodwill genannt. Hier verstecken die Unternehmen die Aufschläge auf den wahren Vermögenswert der aufgekauften Unternehmen. Der Firmenwert ist eine Art Übernahmeprämie, die Aufkäufer in guten Zeiten gern zahlen, damit sie das Objekt ihrer Begierde auch wirklich bekommen.

Rund 14 000 Milliarden Dollar legten Unternehmen und Finanzinvestoren weltweit in den vergangenen fünf Jahren für Übernahmeobjekte auf den Tisch (siehe Grafik Seite 111). Bietgefechte trieben dabei die Bewertungen zum Teil sogar über das extrem hohe Preisniveau während der High-Tech-Blase zur Jahrtausendwende. Die im Jahr 2001 einsetzende Rezession riss die Börsen anschließend in den Keller. Abschreibungen auf zu teuer eingekaufte Firmen – insbesondere aus dem Technologiesektor – in Höhe von mehreren Hundert Milliarden waren die fatale Folge.

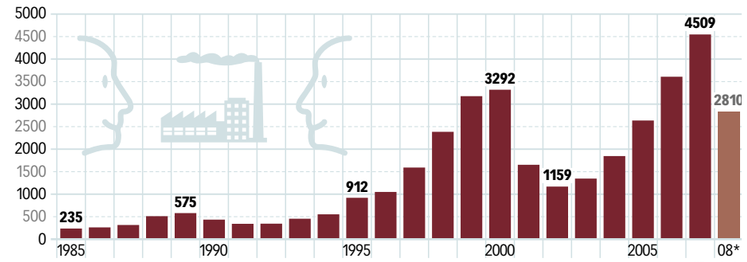
Genau wie damals dürften auch heute Milliardenabschreibungen unvermeidlich



„Unternehmen, die in den vergangenen drei Jahren zugekauft haben, werden **massive Probleme** bekommen"

Die zweite Blase

Wie sich das Volumen an Unternehmens-Übernahmen seit 1985 entwickelt hat (in Milliarden US-Dollar)



* 1. bis 3. Quartal; Quelle: Thomson Financial Datastream

sein. „Der Großteil der Übernahmen stammt aus den Jahren 2005 bis 2007, als die Vorstände zu Höchstpreisen einkauften. Seither sind die Börsen bis zur Hälfte eingebrochen, abgeschrieben wurde aber praktisch nichts", sagt Peter Leibfried, Professor für Prüfung und Bilanzierung an der Hochschule St. Gallen (siehe Interview Seite 118). Leibfried hat gemeinsam mit der Stuttgarter FAS AG, einer vom ihm gegründeten Beratungsgesellschaft für Finanz- und Rechnungswesen, exklusiv für die WirtschaftsWoche die Abwertungsrisiken bei den 80 Unternehmen aus Dax und MDax berechnet. Die Frankfurter KP Tech, Spezialistin für Technologieunternehmen, nahm zusätzlich die 30 TecDax-Werte unter die Lupe.

Das Ergebnis dieser für deutsche Aktien einzigartigen Analyse ist alarmierend: Sollten Dax und MDax jeweils auf 3000 Punkte abrutschen – beim Dax wäre das ein durchaus noch möglicher Kursverlust um ein Drittel – drohen Abschreibungen von 77 Milliarden Euro. 80 Prozent der für dieses Jahr erwarteten Dax-Gewinne wären damit vernichtet, alle MDax-Unternehmen zusammengerechnet würden sogar Verluste schreiben (siehe Tabelle Seite 109). Wann Dax und MDax diese neue Tiefpunkte erreichen würden, spielt dabei keine Rolle. Sollten die Börsen erst 2009 oder 2010 weiter abrutschen, würden die teuren Milliardenabschreibungen eben erst dann fällig.

Etwas gelassener dürfen Anleger sein, die im TecDax investiert sind – zumindest was mögliche Firmenwertabschreibungen betrifft. Die Technologieunternehmen haben in der Regel nicht maßlos teuer zugekauft. Womöglich hat die Branche aus dem New-Economy-Debakel gelernt (siehe Tabelle Seite 114). Gefahren sieht Dirk Middelhoff, Direktor der Frankfurter KP Tech, allenfalls bei Softwareunternehmen. „Hier haben sich die Übernahmepreise um rund 40 Prozent verringert, Abwertungen auf den Firmenwert sind damit wahrscheinlich."

Bei den Dax-Unternehmen ging das muntere Übernahmespiel bis weit ins Jahr 2008 hinein weiter. Besorgniserregend: Die teuren Übernahmen des Jahres 2008 – wie etwa die der Dresdner Bank durch die Commerzbank oder der Kauf der schweizerischen Ciba durch BASF – sind in den Berechnungen über mögliche Abschreibungen noch gar nicht enthalten. Deren wahren Wert ermitteln die Berater erst. Frühestens im Jahresabschluss 2008, möglicherweise auch erst Ende 2009 steht der potenzielle Abschreibungsbedarf daraus fest. Niedrig wird der kaum sein. Der Börsenwert der Postbank etwa hat sich seit dem Einstieg der Deutschen Bank in diesem Jahr gedrittelt.

Aber selbst ohne die Übernahmen aus dem Krisenjahr 2008 sitzen allein die 30 Dax-Unternehmen schon auf gigantischen 150 Milliarden Euro an Übernahmeprämien, die als Vermögenswerte in die Bilanzen eingebucht wurden. Dass die wackeln könnten, haben die meisten Investoren noch nicht realisiert. „Solch große Zahlen kann die Börse gar nicht verarbeiten, sie werden deshalb meist schlicht ignoriert, solange bis das Kind schließlich in den Brunnen gefallen ist", sagt Thomas Kaiser, Chefanalyst der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW).

Selbst wenn die Börse sich erholen sollte, würden demnächst hohe Abschreibungen auf den Wert zugekaufter Unternehmen fällig. Bei einem Dax von 5000 Punkten, gut zehn Prozent über dem aktuellen Niveau, müssten die Dax-Unternehmen rechnerisch immer noch 8,5 Milliarden Euro aus ihren Firmenwerten gewinnmindernd tilgen. Dazu kommen – je nach Unterneh- »

ILLUSTRATION: CHRISTOPH NIEMANN

Das hört sich einfach **riesig** an!



Riesige **5,75 %** p.a. auf Ihr **Tagesgeld!**

*für alle Neukunden

Mehr Informationen zu unseren attraktiven Sparprodukten erhalten Sie unter:

(01805) 999 509

14 Cent/Min. aus dem dt. Festnetz, mit abweichenden Preisen aus Mobilfunknetzen

www.crediteurope.de

Stand 17.09.2008

Credit EuropeBank

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

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

Deutliche Verluste drohen

Wie hoch Abschreibungen bei Dax- und MDax-Unternehmen bei weiter sinkenden Börsenkursen ausfallen könnten, welche Unternehmen mit hohen Schulden in die Rezession gehen

Dax-Unternehmen	abschreibungsgefährdete Firmenwerte aus Übernahmen			geschätzte Abschreibungen (in Millionen Euro) bei einem Dax von...			Nettofinanzschulden oder Liquidität (+) (in Millionen Euro)	Nettofinanzschulden od. Liquidität (+) In Prozent der Bilanzsumme	Abschreibungs- und Kursrisiko aus bis 2007 gekauften Unternehmen
	aus den Boomjahren 2005 bis 2007 (in Millionen Euro)	gesamt	in Prozent des Eigenkapitals	...5000 Punkten	...4000 Punkten	...3000 Punkten			
Adidas	1168	1436	48	176	374	697	1686	21,0	mittel
Allianz	1538	12453	33	428	646	3400	173088	16,6	hoch
BASF	2815	4305	23	425	902	1777	9381	20,1	mittel
Bayer	6675	8215	49	944	2054	3616	11285	22,3	hoch
BMW	0	163	1	0	0	0	39058	44,2	kein Risiko
Commerzbank	562	894	6	74	168	417	340040	55,7	gering
Continental	5967	7289	111	1905	2716	3838	10876	39,4	sehr hoch
Daimler	205	693	2	3	33	510	32753	24,6	sehr gering
Deutsche Bank	1576	7232	20	358	601	2227	597365	29,6	mittel
Deutsche Börse	887	1957	82	293	412	770	6218	7,8	mittel
Deutsche Postbank	1609	1631	31	239	511	792	72954	36,0	mittel
Deutsche Post[1]	7208	11330	102	293	1359	4090	2808	13,8	sehr hoch
Deutsche Telekom	3317	20640	49	501	1016	6345	37326	32,7	mittel
E.On	3026	16761	34	845	1259	4833	14389	10,6	mittel
Fresenius Medical Care	4566	4925	128	508	1240	2622	3697	38,3	mittel
Henkel	459	3392	60	28	99	900	1702	13,3	mittel
Hypo Real Estate	2231	2233	37	733	1033	1335	324282	81,7	hoch[2]
Infineon	38	117	2	10	15	54	+631	+6,3	sehr gering
K + S	94	100	11	14	30	46	635	21,9	sehr gering
Linde	5177	7332	84	827	1696	3170	6463	26,1	mittel
Lufthansa	131	594	9	4	23	198	+719	+3,2	sehr gering
MAN	4	65	1	1	1	45	447	2,9	sehr gering
Metro	605	4328	69	43	136	1106	4277	13,0	gering
Merck	989	1792	21	324	457	772	355	2,5	mittel
Münchener Rück	182	3135	16	38	66	777	4536	2,2	gering
RWE	0	9708	69	0	0	3116	505	0,6	mittel
SAP	1071	1423	22	233	393	661	+2872	+28,1	hoch
Siemens	1392	12501	43	210	446	2086	9087	10,2	gering
ThyssenKrupp	986	3795	38	0	143	1034	+222	+0,6	gering
Volkswagen	5	201	1	2	2	52	41265	29,0	kein Risiko

MDax-Unternehmen	abschreibungsgefährdete Firmenwerte aus Übernahmen			geschätzte Abschreibungen in Millionen Euro bei einem MDax von...			Nettofinanzschulden oder Liquidität (+) (in Millionen Euro)	Nettofinanzschulden od. Liquidität (+) in Prozent der Bilanzsumme	Abschreibungs- und Kursrisiko aus bis 2007 gekauften Unternehmen
	aus den Boomjahren 2005 bis 2007 (in Millionen Euro)	gesamt	in Prozent des Eigenkapitals	...5000 Punkten	...4000 Punkten	...3000 Punkten			
Aareal Bank	7	29	2	6	11	16	13082	32,6	sehr gering
Altana	129	221	19	38	74	111	19	1,1	gering
AMB Generali	2	270	8	23	72	122	+40	0,0	gering
Arcandor	2643	2829	161	1240	1575	1911	962	7,1	sehr hoch
Bauer	0	0	0	0	0	0	243	30,2	kein Risiko
Beiersdorf	174	184	9	94	113	133	+1034	+26,9	gering
Bilfinger Berger	369	700	54	138	251	363	677	11,3	mittel
Celesio	881	2797	100	459	926	1394	2329	28,1	hoch
Demag Cranes	2	121	58	10	32	54	116	14,4	mittel
Deutsche Euroshop	0	0	0	0	0	0	783	39,6	kein Risiko
Douglas Holding	156	171	27	66	87	108	227	13,3	mittel
EADS	59	9519	73	924	2772	4621	+7024	+9,3	hoch
Fraport	0	23	1	10	23	23	894	15,7	sehr gering
Fresenius	4188	7093	207	1582	2690	3797	5343	35,8	hoch
Fuchs Petrolub	0	77	23	7	23	38	8	1,1	sehr gering
Gea	113	1300	92	142	379	617	+60	+1,3	hoch
Gagfah	27	27	1	13	16	18	6564	61,8	sehr gering
Gildemeister	8	76	23	9	23	36	162	14,4	sehr gering
Hamburger Hafen	31	45	9	14	21	28	122	8,4	sehr gering
Hannover Rück	0	45	1	16	45	45	1079	3,2	gering
Heidelberger Druck	21	103	9	15	33	51	400	11,5	gering
HeidelbergCement	8501	10764	154	4473	5731	6989	14684	50,4	sehr hoch
Hochtief	195	406	18	104	165	225	+202	+1,9	mittel
Hugo Boss	0	26	5	2	7	11	167	16,6	sehr gering
IVG	129	253	12	62	100	138	4669	57,2	mittel
Klöckner & Co	91	91	12	45	54	64	732	25,0	mittel
Krones	0	0	0	0	0	0	14	0,8	kein Risiko
Kuka	0	50	21	10	34	50	+160	+18,6	gering
Lanxess	0	10	1	1	3	5	388	9,8	sehr gering
Leoni	35	79	15	21	33	46	463	29,1	gering
MLP	117	117	35	47	62	76	+106	+7,4	gering
MTU	9	392	70	36	108	179	259	8,4	mittel
Norddeutsche Affinerie	0	25	3	3	9	14	279	12,0	sehr gering
Pfleiderer	322	408	87	119	177	235	889	47,8	hoch
Praktiker	98	215	23	60	91	122	147	7,5	mittel
Premiere	249	623	60	161	255	348	175	10,2	hoch
ProSiebenSat.1	2607	2649	252	1274	1549	1824	3443	57,9	sehr hoch
Puma	133	153	13	53	75	97	+461	+25,8	gering
Rheinmetall	38	391	39	46	115	184	213	6,3	mittel
Rhön-Klinikum	196	243	32	76	109	143	496	23,9	gering
Salzgitter	14	15	0	8	10	11	+1973	+23,5	sehr gering
SGL Carbon	35	96	15	23	38	53	231	16,5	gering
Stada Arzneimittel	271	376	41	120	171	223	959	37,9	mittel
Südzucker	0	1110	53	200	509	819	2211	28,1	hoch
Symrise	15	412	64	38	115	192	529	30,3	mittel
Tognum	187	187	35	75	98	120	342	14,6	mittel
TUI	0	3058	121	308	1000	1691	3794	23,5	sehr hoch
Vossloh	72	334	79	49	108	167	124	9,6	mittel
Wacker Chemie	0	0	0	0	0	0	+149	+3,8	kein Risiko
Wincor Nixdorf	1	331	120	27	88	149	182	15,0	mittel

Drei Szenarien

Wie die Uni St. Gallen das potenzielle **Abschreibungsrisiko** berechnet.

Wie kann man Abschreibungen berechnen, wenn die Unternehmen sich über den aktuellen Wert ihrer Zukäufe bedeckt halten? Die Universität St. Gallen und die Stuttgarter FAS AG haben die mögliche Abschreibungshöhe der 30 Dax- und 50 MDax-Unternehmen anhand eines Modells ermittelt. Grundlage des Prognosemodells ist die Beobachtung, dass die bei Akquisitionen bezahlten Unternehmenskaufpreise sich grundsätzlich entwickeln wie die Aktienkurse an den Börsen: In wirtschaftlich guten Zeiten steigen die Aktienindizes und es werden höhere Übernahmepreise bezahlt. Ist die wirtschaftliche Prognose schlecht, sinken Dax und MDax und Käufer zahlen weniger für Unternehmen. Die Forscher berechneten den Abschreibungsbedarf auf die bei Übernahmen gezahlten Prämien für drei verschiedene Szenarien: Stark fallende, leicht fallende und steigende Kurse. Im Modell wurde daher mit einem Dax/MDax von 5000 (Szenario 1), 4000 (Szenario 2) und 3000 (Szenario 3) Punkten gerechnet. Aktuell steht der Dax bei 4350 und der MDax bei 4900 Punkten.

Die Berechnung von Abschreibungen (Impairments) ist allerdings von vielen Annahmen abhängig. Auch bei insgesamt sinkenden Aktienkursen kann es vorkommen, dass im konkreten Fall kein Impairment vorzunehmen ist. Die Beurteilung der Werthaltigkeit einzelner Firmenwerte erfolgt nämlich häufig nicht auf Basis der einzelnen erworbenen rechtlichen Einheit, sondern anhand sogenannter Cash Generating Units (CGU). Dies ist ein Unternehmensteil, dem laut Regelwerk IFRS „eigene, von den übrigen Unternehmensteilen weitgehend unabhängige Zahlungsströme zugewiesen werden können". Durch die Zusammenfassung mehrerer Tochtergesellschaften zu einer Cash Generating Unit (CGU) kann es somit möglich sein, eine eigentlich bei einem konkreten Firmenwert eingetretene Wertminderung aufgrund einer insgesamt guten Entwicklung der gesamten CGU nicht buchen zu müssen.

[1] Post-Schulden ohne Postbank; [2] Hypo Real Estate gab am 17.11.2008 erhebliche Abschreibungen bekannt; Zahlen jeweils auf Basis der Jahresabschlüsse 2007;
Quelle: Universität St. Gallen (HSG), FAS AG Stuttgart, Thomson Financial Datastream; eigene Risikoeinschätzung

ILLUSTRATION: CHRISTOPH NIEMANN

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

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

Technologiewerte: Zuletzt nur vorsichtig zugekauft

Bei fast allen TecDax-Unternehmen wären Abschreibungen auf Firmenwerte nicht existenzgefährdend

Unternehmen	Abschreibungsgefährdetes Vermögen auf zugekaufte Unternehmen (in Millionen Euro)[1]	Eigenkapital (in Millionen Euro)	Abschreibungsgefährdetes Vermögen im Verhältnis zum Eigenkapital (in Prozent)	Risiko der Aktie[4]	Einschätzung
BB Biotech[2]	2037	1767	115	0,74	Fonds-Holding, Risiko überschaubar
United Internet	389	384	101	1,24	Online-Marketing könnte belasten
Software	432	462	93	1,49	Firmenwerte stehen unter Druck
Qiagen[3]	1108	1392	80	0,95	Firmenwerte konjunkturresistent
Wirecard	90	164	55	2,23	Vorsicht: sehr hoher Risikofaktor
Versatel	163	360	45	1,67	relativ stabiles Geschäft
Drägerwerk	183	505	36	1,37	relativ stabiles Geschäft
Bechtle	100	276	36	1,35	Firmenwertequote überschaubar
IDS Scheer	79	218	36	1,60	Software-Beteiligungen gefährdet
QSC	50	154	32	1,73	relativ stabiles Geschäft
Aixtron	59	198	30	1,73	Firmenwertequote überschaubar
Freenet	110	372	30	1,34	Belastungen zu erwarten
Kontron	82	288	28	1,32	Firmenwertequote überschaubar
Singulus	77	293	26	1,72	Firmenwertequote überschaubar
Carl Zeiss Meditec	104	481	22	1,22	relativ stabiles Geschäft
Morphosys	27	146	19	1,29	Firmenwertequote überschaubar
Rofin-Sinar[3]	80	449	18	1,45	relativ stabiles Geschäft
Conergy	21	125	17	2,82	Vorsicht: sehr hoher Risikofaktor
Solon	17	363	5	1,97	sehr geringe Firmenwerte
Solarworld	32	692	5	1,83	sehr geringe Firmenwerte
Nordex	10	272	4	1,81	sehr geringe Firmenwerte
Centrotherm	4	162	2	2,03	Risiko aus Firmenwerten nahe null
Phoenix Solar	0	47	1	1,85	Risiko aus Firmenwerten nahe null
Manz Automation	0	53	1	2,27	Risiko aus Firmenwerten nahe null
Repower Systems	1	326	0	2,12	Risiko aus Firmenwerten gleich null
Epcos	1	576	0	1,18	Risiko aus Firmenwerten gleich null
Q-Cells	3	1834	0	2,00	Risiko aus Firmenwerten gleich null
Pfeiffer Vacuum	0	149	0	1,11	Risiko aus Firmenwerten gleich null
Roth & Rau	0	83	0	1,96	Risiko aus Firmenwerten gleich null
SMA Solar	0	64	0	1,81	Risiko aus Firmenwerten gleich null

[1] Firmenwert (Goodwill); [2] Angaben in Schweizer Franken, Umrechnungskurs 1:1,4870; [3] Angaben in US-Dollar, Umrechnungskurs 1:1,2854; [4] generelles Abschreibungsrisiko auf Basis der Kurs-Schwankungsbreite der vergangenen 250 Tage; **Lesehilfe:** <1 geringes Risiko, >1 mittleres Risiko, >1,5 hohes Risiko, >2 sehr hohes Abschreibungsrisiko; Quelle: KP Tech, eigene Berechnungen

men – Abschreibungen auf andere Bilanzpositionen: In der Finanzkrise als wertlos entlarvte Schrottpapiere, auf Halde produzierte Autos oder zu hochpreisig gekaufte Rohstoffe können auch nicht ewig zu Ursprungswerten in den Büchern geführt werden.

Im dritten Quartal gab es bereits die ersten Warnschüsse. Die Deutsche Post etwa schrieb auf den Firmenwert ihrer US-Töchter eine Milliarde Euro ab, der im MDax notierte Pharmaverpackungs-Spezialist Gerresheimer rutschte wegen Abwertungen auf seine zum Verkauf stehende Sparte technische Kunststoffe gar in die roten Zahlen. Die krisengeschüttelte Münchner Hypo Real Estate hat sich nicht nur bei der Finanzierung ihrer Geschäfte verzockt, sondern auch mit der Fünf-Milliarden-Übernahme des in Irland angesiedelten Staatsfinanzierers Depfa im vergangenen Jahr: 2,5 Milliarden Euro musste die Bank auf den Firmenwert und sonstiges Vermögen der Tochter jetzt abschreiben – 50 Prozent Wertvernichtung innerhalb von rund zwölf Monaten.

Entscheidend ist jetzt, ob die Geschäftsaussichten von Aufkäufern und ihrer jungen Töchter zumindest stabil sind. Auch in welcher Höhe Industriefirmen verschuldet sind, spielt eine erhebliche Rolle. Die massiv gestiegenen Zinskosten, abzulesen etwa an den Renditen von börsennotierten Unternehmensanleihen, sind ein wichtiger zusätzlicher Warn-Indikator dafür, ob die Bilanzposition Firmenwerte wacklig ist oder nicht.

Nicht nur die hohen Übernahmepreise, sondern auch immer weichere Bilanzregeln bereiteten dem neuen Börsen-Desaster den Weg. Und das kam so: Bis vor einigen Jahren genossen Anleger in Sachen Übernahmeprämien noch mehr Sicherheit. Weil die meisten Übernahmen seit jeher wenig bringen, mussten Unternehmen die Firmenwerte früher in schöner Regelmäßigkeit abschreiben, so wie Maschinen oder den eigenen Fuhrpark. 10 bis 20 Jahre drückten die Abwertungen dann den Gewinn – langsam und regelmäßig.

Seit März 2004 aber dürfen Unternehmen von den regelmäßigen Abschreibungen Abstand nehmen. Grund war eine Neuregelung des Bilanzstandards IFRS, der inzwischen für alle deutschen börsennotierten Unternehmen Pflicht ist. „Ein Irrsinn. Der Wegfall der regelmäßigen Abschreibungen, hat Unternehmen dazu verführt, hohe Aufschläge bei Akquisitionen zu zahlen“, sagt LBBW-Analyst Kaiser. „Anleger müssen sich in den kommenden Monaten erstmals auf starke Abwertungen bei ihren Unternehmen einstellen“, warnt Ingo Weber, Vorstand der Stuttgarter FAS. Der Grund: Zum ersten Mal, seit 2004 die Neuregelung eingeführt wurde, Firmenwerte nicht mehr automatisch abzuschreiben, fallen Aktienkurse und Unternehmenswerte (siehe Kasten Seite 110).

Investoren sollten jetzt Aktien von Unternehmen lieber meiden, bei denen ein Großteil des Vermögens aus Firmenwerten stammt. Anleger finden den Firmenwert auf der Aktivseite der Bilanz im Geschäftsbericht – oder in den Tabellen Seiten 112 und 113. Am stärksten gefährdet sind Unternehmen, deren Geschäft unter der Rezession leidet, deren Firmenwerte gleichzeitig mehr als die Hälfte des Eigenkapitals ausmachen und die zudem auf hohen Schulden sitzen. „Nimmt man die Entwicklung der Aktienindizes als Maßstab, dürften vor allem Unternehmen, die in den vergangenen drei Jahren zugekauft haben, vor massiven Problemen stehen“, sagt Weber.

Was aber ist davon zu halten, wenn Unternehmen mit hohen Firmenwerten nicht abschreiben? „Das wäre in Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs nicht gerade ein Gütesiegel, sondern wahrscheinlich nur ein Hinweis auf kreative Buchführung“, so Weber. Anleger sollten sich also nicht »

ILLUSTRATION: CHRISTOPH NIEMANN

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

Kennenlern-Angebot

Bestens ausgestattet.

Wirtschafts Woche





Samsonite Aluschirm
Dieser Schirm ist super leicht und trocknet ultra schnell, dank der feinen Pongee-Nylon-Teflon-Schicht. Geschlossen nur 24 cm lang. Inklusive Schutzhülle. Solange Vorrat reicht, Ersatzlieferung vorbehalten.
Hier bestellen: www.wiwo.de/m-samsonite

Samsonite Geldbörse
Hochwertige Geldbörse aus extra weichem Rindsleder. Ein Klassiker mit vier Kreditkartenfächern, je zwei Schein- und Steckfächern sowie einem Münzgeldfach. Maße (B x H): 10 x 12 cm. Solange Vorrat reicht, Ersatzlieferung vorbehalten.
Hier bestellen: www.wiwo.de/m-geldboerse

Ihr exklusives Angebot:

- 10 Wochen genau das Wichtige früher erfahren
- Lieferung frei Haus mit 35 % Ersparnis gegenüber dem Einzelkauf
- Samsonite Geldbörse oder Samsonite Aluschirm als Geschenk
- kostenloser Zugriff auf wirtschaftspresse.biz
- 1 Ausgabe extra bei Zahlung mit Bankeinzug

Nutzen Sie Ihre Vorteile:

- Sie erhalten die entscheidenden Wirtschaftsinformationen vor allen anderen
- Sie profitieren vom größten internationalen Korrespondenten- und Partner-Netzwerk
- PLUS: Erweiterte Wissensbasis für erfolgreiche Entscheidungen mit dem kostenlosen Zugriff auf wirtschaftspresse.biz, das Premium-Archiv von Handelsblatt und WirtschaftsWoche

Sichern Sie sich am besten direkt Ihr Test-Angebot mit 35 % Preisvorteil.



Woche für Woche alles Wissenswerte aus der Wirtschaft + das exklusive Lifestyle-Magazin fivetonine.

Ja, ich will die entscheidenden Informationen erhalten
und lese 10 aktuelle Ausgaben der WirtschaftsWoche mit 35% Ersparnis **für z. Zt. nur 23,50 EUR** statt 36,00 EUR.

Zusätzlich erhalte ich **als Geschenk meiner Wahl:**
☐ **Samsonite Geldbörse** (W10503SB, WA31)
☐ **Samsonite Aluschirm** (W10503SS, WA19)

☐ Geschäftsadresse ☐ Privatadresse
Name, Vorname
Firma Abteilung
Straße/Hausnr. Geburtstag 1 9 Geburtsjahr
PLZ Wohnort
Telefon E-Mail

Ich zahle bequem und bargeldlos per Bankeinzug (nur im Inland)
und erhalte zusätzlich 1 aktuelle WirtschaftsWoche kostenlos:

Name der Bank
Konto-Nr. BLZ

Wenn mich Ihr Angebot überzeugt, kann ich die WirtschaftsWoche danach für z. Zt. nur 3,24 EUR statt 3,60 EUR pro Heft (Inland) lesen. Andernfalls sende ich Ihnen nach Erhalt der 8. Ausgabe eine kurze Nachricht. Ein gesetzliches Widerrufsrecht besteht nicht. Der Verlag garantiert Ihnen jedoch, dass Sie diese Bestellung innerhalb von 14 Tagen bei unserem Kundenservice schriftlich widerrufen können. Zur Wahrung der Frist genügt die rechtzeitige Absendung.

Ich bin damit einverstanden, zukünftig über interessante Produkte der Handelsblatt-Gruppe per E-Mail oder telefonisch informiert zu werden (bitte ggf. streichen).

✗ Datum, Unterschrift

Tel 0 18 05/99 00 20 (14 Ct./Min aus dem dt. Festnetz, ggf. abweichende Preise aus Mobilfunknetzen)
Fax 02 11/8 87-36 47 www.wiwo.de/miniabo
Post Kundenservice WirtschaftsWoche, 97061 Würzburg

Jetzt bestellen und Geschenk sichern!

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

Drin oder nicht?

Abschreibung Wer zu teuer gekauft hat, muss den Wert, den der Zukauf in der Bilanz hat, reduzieren. Die Abschreibung wirkt wie ein Verlust – sie mindert den Jahresgewinn.

Firmenwert (Geschäftswert, Goodwill), die bei einem Zukauf gezahlte Prämie. Schulden und Vermögen des gekauften Unternehmens werden neu bewertet. Ein Firmenwert wird immer dann in die Bilanz des Käufers gebucht, wenn der Übernahmepreis höher war, als die nach der Neubewertung ermittelten Werte.

Cash-Flow, operativer Zufluss aus laufender Geschäftstätigkeit, wird in der Regel ausgehend vom Nettogewinn errechnet und gibt an, wie viel Geld aus den Umsätzen eines Unternehmens tatsächlich in der Kasse hängenbleibt. Der Cash-Flow bleibt von Abschreibungen im Ergebnis unberührt.

Ebitda Ergebnis vor Steuern, Zinsen, und Abschreibungen. Schönwetterkennzahl, Abschreibungen auf Firmenwerte werden dem Aktionär vorenthalten. Aussagekraft nur 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. Abschreibungen auf Firmenwerte sind hier ebenso mit drin wie in den Kernkennzahlen
Ebt Ergebnis vor Steuern und dem Gewinn nach Steuern, dem **Jahresüberschuss**.
EPS Ergebnis je Aktie (Earnings per Share), Jahresüberschuss des Unternehmens geteilt durch die Zahl der Aktien.
KGV Der Aktienkurs geteilt durch das EPS ergibt das Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kennzahl für die Aktienbewertung, die aber an Aussagekraft verloren hat, weil Unternehmen gewinnmindernde Abschreibungen aufschieben dürfen.

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.

täuschen lassen: Bleiben die möglicherweise hohen Firmenwerte seines Unternehmens auch in der nächsten Bilanz unverändert, ist mit Sicherheit etwas faul.

Seit die regelmäßigen Abschreibungen weggefallen sind, wurden die Gewinne der Unternehmen laut einer Studie des Bankhauses Sal. Oppenheim um jährlich 15 Prozent überzeichnet, andere Untersuchungen kommen gar auf Überzeichnungen von 25 bis 30 Prozent. Im Schnitt hat danach seit rund vier Jahren jedes Dax-Unternehmen jedes Jahr seine Gewinne wenigstens um rund 250 Millionen Euro geschönt. Jetzt dreht sich die Spirale in die andere Richtung. Kommt die Konjunktur nicht ordentlich in Schwung oder fallen die Märkte bei gleichzeitig hohen Zinsen für Unternehmenspapiere weiter, droht Anlegern bei Industriewerten ein ähnliches Desaster wie zuletzt bei den Banken. Jede Abschreibung führt zu fallenden Kursen, die wiederum neue Abschreibungen nach sich ziehen.

Alle Konjunkturindikatoren signalisieren, dass dieses Desaster passieren wird. Die Auftragseingänge der deutschen Industrie sackten im September mit einem dramatischen Minus von acht Prozent so stark ab wie zuletzt 1991; Japan, Europa und die USA stecken schon in der Rezession.

Wie stark ein Konjunktureinbruch auf Unternehmen durchschlagen kann, zeigt die Abwertungswelle nach dem vorletzten Übernahme-Boom. Der Telekomzulieferer Nortel Networks etwa schrieb im Frühsommer 2001 gut zwölf Milliarden Dollar auf zugekaufte Beteiligungen ab – der Kurs erholte sich davon nie, die Aktie ist heute nur noch ein Pennystock. Internet-Dienstleister AOL, der vor sechs Jahren überteuerte Bilanzwerte aus Übernahmen um 54 Milliarden Dollar korrigierte, verabschiedet sich danach in die Bedeutungslosigkeit. Auch der Kurs der Deutschen Telekom hat sich von seinem ersten Abwertungsschlag im Herbst 2002 nie mehr erholt. Damals schrieb der Konzern erstmals völlig überhöhte Firmenwerte und Lizenzen ab – um gleich mehr als 20 Milliarden Euro. Während der Dax in den Folgejahren um 200 Prozent zulegte, blieb die T-Aktie im Band zwischen 8 und 16 Euro gefangen.

Heute zählt die Telekom auf den ersten Blick nach wie vor zu den Unternehmen mit den größten Problemen. Fast 21 Milliarden Euro an Firmenwerten bei 37 Milliarden Euro an Nettofinanzschulden schleppt der skandalgeschüttelte Konzern mit sich herum. Allerdings: Auch in der Rezession wird noch telefoniert, andere Branchen wie Automobilindustrie oder Touristik sind sicher konjunkturabhängiger. „Anleger sollten sich generell zunächst fragen, wie stabil die Geschäfte der Unternehmen in der jetzigen Wirtschaftslage sind“, sagt Bernhard Pellens, Professor für Internationale Unternehmensrechnung an der Ruhr-Universität Bochum. „RWE und E.On beispielsweise sind solide finanziert und die Aussichten scheinen auch jetzt in der Rezession noch recht gut zu sein, da dürfte der aktuelle Abwertungsbedarf überschaubar sein“, sagt Pellens.

E.On hat nach Berechnungen der FAS rund eine Milliarde Euro Abwertungsbedarf, wenn der Dax zu Silvester bei 4500 Zählern steht. RWE könnte die Firmenwerte selbst dann noch halten. Bei 3000 Punkten im Dax drohen aber auch am Essener Opernplatz massive Einschnitte: Gut drei Milliarden Euro stehen dann auf der Kippe – mehr als der Konzern 2007 verdiente.

Eng würde es bei einem Dax 3000 auch für die Deutsche Post. Das US-Geschäft könnte die Bonner in die roten Zahlen drücken. Gleiches gilt für Continental. Der Autozulieferer hatte Anfang 2007 Siemens die Sparte VDO abgekauft – und damit seine Firmenwerte auf 7,3 Milliarden Euro geschraubt. Im MDax dürfte Heidelberg-Cement um Abschreibungen kaum noch herumkommen. Mit der kreditfinanzierten Übernahme der britischen Hanson hat der Zementhersteller 14,7 Milliarden Euro Schulden und knapp 10,8 Milliarden Euro an Firmenwerten aufgetürmt – ein weiteres massives Problem für Großaktionär Adolf Merkle, der gerade mit VW-Spekulationen bis zu eine Milliarde glatt versenkt hat. ■

christof.schuermann@wiwo.de



„Die Börse ignoriert die großen Zahlen so lange, **bis das Kind im Brunnen** liegt“

ILLUSTRATION: CHRISTOPH NIEMANN

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

Bloomberg
TELEVISION

FRÜHBÖRSE
Mo-Fr 07:00 Uhr
Was wird die deutschen Märkte bewegen, was sagen die Finanzprofis zu den Themen des Tages? Der optimale Start in den Tag.



WEGWEISER WALL STREET
Mo-Fr 14:30 Uhr
Live-Berichte von der Eröffnung der New Yorker Börse sowie aktuelle Trends und ihr Einfluss auf den Handel in Europa. Börsentäglich live dabei.





SCHLUSSGLOCKE
DER TAG AN DER WALL STREET
Mo-Fr 22:00 Uhr
Was bewegt die Märkte in den USA, welche Auswirkungen sind für deutsche Anleger zu erwarten? Gäste, Kommentare, Analysen - jeden Abend live aus New York.



KASSENSTURZ
Mo-Fr 17:30 Uhr
Die wichtigsten Themen des Handelstages im Überblick und die kommenden Ereignisse im Fokus. Alles Wichtige kompakt und informativ.

MARKTBERICHTE RUND UM DIE UHR
Einschalten – Informiert sein

BLOOMBERG TELEVISION®, der mehrfach ausgezeichnete* Wirtschafts- und Finanzsender, bringt Sie top informiert durch den Tag:
Vier Programmschwerpunkte, zeitlich genau abgestimmt auf den nationalen und internationalen Handelstag, verschaffen Ihnen den perfekten Überblick, um in der Wirtschafts- und Finanzwelt die Nase vorn zu haben.

BLOOMBERG TELEVISION empfangen Sie in Deutschland 24 Stunden über digitales Kabel, digitalen Satelliten und IPTV. Weitere Informationen unter www.bloomberg.com.

* AIB (Association for International Broadcasting) Award 2007 sowie Nr. 1 Wirtschaftsredaktion der Privatsender nach ARD und ZDF laut “Wirtschaftsjournalist” Befragung 2007

©2008 Bloomberg L.P. All rights reserved. 31536299 1008

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