



Unternehmensanalyse 3/2015

## Der kleine, aber feine Unterschied EBS statt EPS

Philipp Immenkötter

- Statt dem Gewinn je Aktie (EPS = earnings per share) kommunizieren Unternehmen diese Kennzahl vermehrt in einer um Kosten bereinigten Form (EBS = everything but bad stuff).
- 11 der 30 DAX Konzerne berichten im Zeitraum 2008 bis 2013 ihre EPS als „bereinigtes“, „angepasstes“ oder „nachhaltiges“ Ergebnis. 4 Unternehmen verzichten sogar in der Zusammenfassung des Geschäftsberichts auf eine Gegenüberstellung der offiziellen und angepassten Zahlen.
- Im Durchschnitt werden die EPS um ein Drittel des IFRS-Werts bzw. knapp einen Euro je Aktie erhöht. In rund 4 von 5 Fällen wird der Gewinn vergrößert und nur selten reduziert.
- Restrukturierungskosten, Folgekosten von Akquisitionen und Devestitionen werden am häufigsten als Begründung für die Anpassungen genannt. Betragsmäßig stellen jedoch Impairments die größten Anpassungen dar.
- Obwohl die Ereignisse meist als Sondereinflüsse oder Effekte ohne wiederkehrenden Charakter eingestuft werden, treten diese oftmals wiederholt auf.
- Während der Gewinn meist um Kosten korrigiert wird, werden Erträge oder Ersparnisse, die mit den Kosten verbunden sind, vollständig ins Ergebnis aufgenommen.
- Um eine Vermischung der Konzepte der „Zahlungswirksamkeit“ und der „Erfolgswirksamkeit“ zu vermeiden, sollte statt des angepassten Gewinns die Kapitalflussrechnung als Informationsquelle dienen.

### 1. Einleitung

Die Bilanzsaison 2014 hat begonnen und die Finanzwelt beobachtet gespannt, wie die Zahlen der Unternehmen ausfallen. Ein besonders interessanter Aspekt wird dabei nicht nur sein was, sondern auch wie Unternehmen ihre

Zahlen präsentieren. Neben den vom Gesetzgeber geforderten Kennzahlen ist es in den letzten Jahren in Mode gekommen auch weitere eigens angepasste Kennzahlen zu berichten, welche den Erfolg des Geschäftsjahres „zutreffend“ widerspiegeln. Jedenfalls argu-

mentieren die Unternehmen so.<sup>1</sup> Da diese angepassten Zahlen nicht im Konzernabschluss, sondern i.d.R. direkt auf den ersten Seiten im Imageteil oder im Lagebericht präsentiert werden, unterliegen sie auch keinen genauen Vorgaben.

Besonders häufig wird die Kennzahl „Gewinn je Aktie“, auch EPS (engl. *earnings per share*) genannt, in alternativen Formen und Farben präsentiert. Während die Henkel AG, BASF AG und Bayer AG von einem „bereinigten“ Ergebnis reden, bezeichnet die Linde AG die Kennzahl als „angepasstes“ und die RWE AG ihre Version als „nachhaltiges“ Ergebnis. Der Begriff der Nachhaltigkeit bekommt im Geschäftsjahr 2013 der RWE AG besondere Relevanz, da das offizielle Ergebnis negativ ausfällt, die eigens angepasste Version jedoch positiv ist. Ein SEC Chief Accountant bezeichnete im Jahre 2007 solche Kennzahlen humoristischer Weise als EBS – „everything but bad stuff“.

Zwei Drittel der DAX Konzerne präsentieren Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), die vom Rechnungslegungsstandard IFRS<sup>2</sup> abweichen, 11 dieser Unternehmen kommunizieren den Gewinn je Aktie in einer alternativen Form. 6 hiervon in jedem Geschäftsjahr seit 2008, die 5 weiteren fingen erst in den darauf folgenden Jahren damit an, berichteten dann aber in jedem Jahr die angepassten Zahlen. Wiederum 4 der 11 Unternehmen geben nur das angepasste Ergebnis in der Zusammenfassung des Geschäftsberichts an und verzichten auf die Darstellung der offiziellen Zahl. Die übrigen 9 DAX Konzerne, welche keine EPS Anpassung vornehmen, berichten meist das Konzernergebnis in einer vom Standard abweichenden Version.

Im Schnitt wird der Gewinn um ein Drittel bzw. knapp einen Euro je Aktie erhöht. Ver-

kleinerungen des Gewinns sind nur selten vorzufinden, denn in 83 % handelt es sich um eine Erhöhung. In mehr als der Hälfte der Fälle und somit am häufigsten werden Restrukturierungskosten, Devestitionen oder Akquisitionskosten als Begründung für einen Sondereinfluss aufgeführt. Die betragsmäßig größten Anpassungen entstehen jedoch durch die Bereinigung des Gewinns um Impairments und betragen im Schnitt 53 % des Gewinns bzw. 1,53 Euro je Aktie. Verwendet man die angepassten Zahlen um ein simples Bewertungsmodell wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) aufzustellen, so beobachtet man, dass das KGV um 19 % kleiner ausfällt und die Aktie somit bei gleichem Risiko und Wachstumschancen attraktiver erscheint.

Im Gegenzug zu den häufig aufgeführten Begründungen der „Einmaligkeit“, der „Sondereinflüsse“ oder „Ereignissen ohne wiederkehrenden Charakter“ treten sowohl die Anpassung als auch die Begründungen für die Anpassungen regelmäßig auf, so dass eine Einmaligkeit nicht gegeben zu sein scheint. Des Weiteren wird meist der Gewinn um Kosten angepasst, Erträge der Investition, die hinter den Kosten stehen, werden jedoch voll ins Ergebnis eingerechnet. Somit entsteht eine Darstellung der Ertragslage, die nicht den buchhalterischen Gewinn widerspiegelt.

## 2. EPS – Wozu brauchen wir diese Information?

Als Anteilseigner ist man daran interessiert, welcher Anteil des Gewinns eines Unternehmens auf das von einem selbst eingesetzte Kapital entfällt. Die Kennzahl Gewinn bzw. Ergebnis je Aktie (EPS, *earnings per share*) stellt diese Information für die Aktionäre bereit. Der Gewinn je Aktie steht häufig im Fokus von Analystenberichten und gilt als Kennzahl mit hoher Kapitalmarktrelevanz. Zweck des Ergebnisses je Aktie ist laut International Financial Reporting Standard (IFRS) „einen Maßstab für die Beteiligung jeder Stammaktie eines Mutterkonzerns an der Ertragskraft des Unternehmens während des Berichtszeitraum

<sup>1</sup> Die BASF AG beschreibt das „bereinigte Ergebnis pro Aktie“ auf S. 52 des Geschäftsberichtes 2013 als „im Zeitablauf vergleichbare und für Prognosen der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens geeignetere Kennzahl“. Die Bayer AG bezeichnet seine bereinigten Kennzahlen als „geeignete Kennzahl für die Beurteilung der operativen Geschäftstätigkeit“ und das damit erzeugte Bild als „zutreffend“ auf S. 171 des Geschäftsberichtes 2013.

<sup>2</sup> International Financial Reporting Standard (IFRS)

bereitzustellen“.<sup>3</sup> Bewertungsansätze wie beispielsweise das Kurs-Gewinn-Verhältnis beruhen auf dem Gewinn je Aktie und dienen Investoren als Entscheidungshilfe für eine Investition. Ebenso bietet der Gewinn je Aktie eine Grundlage für die Entscheidung über die Zahlung von Dividenden.

Der Gewinn je Aktie stellt den auf die Anteilseigner entfallenden buchhalterischen Gewinn des Geschäftsjahres eines Unternehmens in Relation zu der Anzahl ausstehender Aktien dar. Den Zähler dieses Bruches nimmt eine Accounting-Kennzahl ein, welche durch die Gegenüberstellung von Aufwand und Ertrag einer Periode entsteht. Der Gewinn je Aktie entspricht somit nicht dem tatsächlich geflossenen Kapital, sondern dem nach Rechnungslegungsstandard errechnetem Gewinn, welcher nach einer periodengerechten Aufteilung von Aufwand und Ertrag erwirtschaftet wurde.

Kapitalmarktorientierte Unternehmen sind nach IFRS verpflichtet das auf den Konzern entfallende Ergebnis je Aktie verwässert, unverwässert, aus fortzuführenden Geschäftstätigkeiten und aufgegebenen Geschäftsfeldern getrennt auszuweisen. In dieser Studie wird ausschließlich das unverwässerte Ergebnis betrachtet, welches dem Bruch aus dem den Aktionären zustehenden Gewinn und der gewichteten durchschnittlichen Anzahl der während der Berichtsperiode im Umlauf gewesenen Aktien entspricht.<sup>4</sup>

Außerhalb des Konzernabschlusses haben Unternehmen die Möglichkeit freiwillige Angaben zu dem Geschäftsjahr zu leisten. Für freiwillige Angaben gibt es keine genaueren Regeln, jedoch müssen diese Angaben klar von den verpflichtenden Angaben getrennt sein. Ein Unternehmen kann hier frei entscheiden, wie es sein Geschäftsjahr darstellen und kommunizieren möchte. Daher werden neben den verpflichtenden Angaben auch häufig alternative Darstellungsweisen für den Gewinn je Aktie und andere Kennzahlen gewählt.

Häufig wird als Begründung für eine alternative Darstellung aufgeführt, dass diese eine „im Zeitablauf vergleichbare und für Prognosen der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens geeignetere Kennzahl“ sei.<sup>5</sup> Hierzu wird ein Teil des Aufwandes als „Sondereinflüsse“ oder „einmalige Ereignisse ohne wiederkehrenden Charakter“ klassifiziert und bei der Ermittlung des Gewinns nicht berücksichtigt.

Geschäftsmodelle von Unternehmen sind vielfältig und unterscheiden sich wie Tag und Nacht, der Rechnungslegungsstandard IFRS hat jedoch zum Ziel Abschlüsse zu vereinheitlichen um sie vergleichbar zu machen. Da der Gesetzgeber zwischen einer Standardisierung und maßgeschneiderten Vorgaben zur Darstellung von Unternehmen abwägen muss, ist es nicht verwunderlich, dass nicht jedes Unternehmen seine Gewinn- und Verlustrechnung so gestalten kann, wie es am besten zu dem Geschäftsmodell passen würde. Es bleibt jedoch eine subjektive Einschätzung, ob eine vom Rechnungslegungsstandard abweichende Darstellung des Gewinns ein „besseres“ Bild der ökonomischen Situation des Unternehmens wiedergeben kann.

### 3. Anpassungen von GuV Kennzahlen in den Geschäftsberichten der DAX Konzerne

Als Grundlage für diese Untersuchung dienen die Geschäftsberichte der DAX Konzerne der Geschäftsjahre 2008 bis 2013, einschließlich der Geschäftsjahre, die im September 2014 enden. Es wurden alle Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), die nicht dem Rechnungslegungsstandard entsprechen und in der Zusammenfassung, dem Aktionärsbrief, dem Lagebericht, dem Finanzbericht oder im Anhang präsentiert und diskutiert werden, erhoben.

<sup>3</sup> Siehe IAS 33.11.

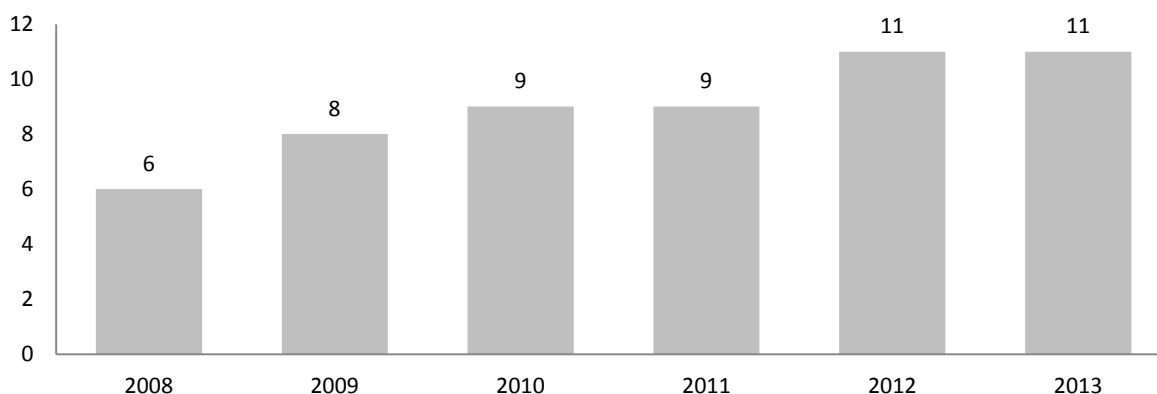
<sup>4</sup> Im Fall der Henkel AG & Co. KGaA und der Volkswagen AG bezieht sich die Kennzahl auf den auf die Vorzugsaktien entfallenden Gewinn.

<sup>5</sup> Siehe BASF AG, Geschäftsbericht 2013, S.52.

**Tabelle 1: Anpassungen aller Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung**

	Anzahl der Beobachtungen	
	Absolut	in Prozent
<b>Beobachtungen im Zeitraum 2008 bis Sep. 2014</b>		
gesamtes Sample	183	100%
EPS und sonstige Anpassungen	54	30%
nur sonstige Anpassungen	53	29%
keine Anpassungen	76	42%
<b>Unternehmen im Zeitraum 2008 bis Sep. 2014</b>		
alle Unternehmen	30	100%
durchgehend ohne Anpassungen	10	33%
durchgehend mit Anpassungen	14	47%
vereinzelt mit Anpassungen	6	20%
durchgehend ohne EPS Anpassungen	19	63%
durchgehend mit EPS Anpassungen	6	20%
vereinzelt mit EPS Anpassungen	5	17%

Quelle: Geschäftsberichte 2008 bis Sep. 2014.

**Graphik 1: Anzahl der Geschäftsberichte von DAX Konzernen mit Anpassung der EPS**

Quelle: Geschäftsberichte 2008 bis Sep. 2014

Von den 183 Geschäftsberichten des gesamten Samples, weisen 54 Anpassungen der EPS und sonstiger Kennzahlen, 53 nur Anpassungen sonstiger finanzieller Kennzahlen und 76 keinerlei Anpassungen auf. Unter die sonstigen Kennzahlen fallen am häufigsten Jahresüberschuss, EBIT und EBITDA.<sup>6</sup> Der untere Teil der Tabelle 1 zeigt, ob die Anpassungen in jedem Geschäftsjahr vorkommen oder nur

vereinzelt. 10 Unternehmen verzichten in allen Geschäftsberichten auf Anpassungen, 14 Unternehmen passen jedoch in jedem Geschäftsbericht des Untersuchungszeitraums die Zahlen an. Somit ist für knapp die Hälfte der Unternehmen eine Anpassung nicht die Ausnahme, sondern die Regel.

Reduziert man den Fokus auf Unternehmen, die ihre EPS angepasst haben, so findet man 6 Unternehmen mit durchgehenden EPS Anpassungen und 5 weitere, die erst nach 2008 anfangen angepasste EPS zu berichten, dies aber bis zum Ende des Untersuchungszeitraums

<sup>6</sup> EBITDA und EBIT sind keine offiziellen Bezeichnungen nach IFRS. Als IFRS-Wert dient hier der Gewinn vor Steuern und Finanzergebnis bzw. vor Steuern, Finanzergebnis, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände.

fortgeführt haben. Somit nimmt, wie auf Graphik 1 zu erkennen, die Anzahl an Geschäftsberichten mit angepassten EPS-Zahlen zu. Es zeichnet sich also auch bei den Anpassungen der EPS ab, dass es sich weniger um „Sonderfälle“, sondern eher um eine permanente Gestaltung der Berichterstattung handelt.

Neben der Frage, „ob“ eine Anpassung der Geschäftszahlen vorgenommen wurde, ist auch entscheidend, „wo“ diese im Geschäftsbericht platziert wird. In der Regel wählen Unternehmen einige „Key Facts“ aus, welche sie direkt zu Beginn des Geschäftsberichts in einer Übersicht präsentieren. Es gibt hierbei keinerlei Vorgaben, ob überhaupt und welche Informationen aufgeführt werden sollen, so dass davon auszugehen ist, dass ein Unternehmen Kennzahlen wählt, die es zum einen in den Fokus stellen möchte und zum anderen an denen Investoren ein großes Interesse haben.

Tabelle 2 gibt einen Überblick über die Präsentation der EPS in der Zusammenfassung auf den ersten Seiten der Geschäftsberichte. Nur 54 %, also ein wenig mehr als die Hälfte der Geschäftsberichte weist eine Gegenüberstellung der IFRS und der angepassten EPS in der Zusammenfassung auf. 4 verschiedene Unternehmen in 16 Fällen präsentieren in der Zusammenfassung nur die angepassten und nicht die IFRS Zahlen. Im Gegensatz dazu führen 2 Unternehmen in 8 Fällen keine angepassten EPS-Zahlen in der Zusammenfassung auf, präsentieren und diskutieren diese jedoch im Lagebericht.

Der erste Eindruck der Darstellungen der GuV vermittelt das Bild, dass Anpassungen keine Ausnahme darstellen, sondern vielmehr ein Instrument sind, um Informationen gezielt zu kommunizieren. Wären zum größten Teil „einmalige und nicht wiederkehrende Effekte“ der Treiber für die Anpassungen, so sollten diese nicht regelmäßig anfallen. Des Weiteren gibt es kein Unternehmen, welches in der Vergangenheit angepasste EPS berichtet hat und anschließend diese Kennzahl nicht mehr ausweist. Dennoch lässt sich auf Grund dieser Informationen nicht abschließend beurteilen, ob eine gezielte von der wirtschaftlichen Lage abweichende Darstellung der finanziellen Informationen vorliegt, oder ob die einzelnen Anpassungen durchaus eine plausible Begründung haben.

#### 4. Von EPS zu EBS: Die Anpassungen des Gewinns je Aktie

Im Schnitt der Unternehmen, welche eine Anpassung der EPS vornehmen, wird der Jahresüberschuss um 33 % gegenüber dem IFRS-Wert erhöht. Dies entspricht einer absoluten Anpassung von 462 Mio. Euro erhöht bzw. 94 Cent je Aktie (Tabelle 3). Man kann hier also getrost von einer bedeutenden Größe sprechen.

Die sowohl betragsmäßig als auch relativ gesehen größten Anpassungen sind bei den Unternehmen RWE AG, Bayer AG, Merck KGaA und BASF AG vorzufinden, welche mindestens in einem Geschäftsjahr eine Anpassung des Gewinns von mehr als einer Milliarde Euro

**Tabelle 2: EPS Anpassungen in der Zusammenfassung der Geschäftsberichte**

in der Zusammenfassung	Anzahl der Beobachtungen		Anzahl der Unternehmen	
	Absolut	in Prozent	Absolut	in Prozent
angepasster und IFRS Wert	29	54%	5	45%
nur angepasster Wert	16	30%	4	36%
nur IFRS Wert	8	15%	2	18%
keine Zusammenfassung vorhanden	1	2%	1	9%
Gesamt	54	100%	11*	100%

\*) Die Beiersdorf AG verfügt über einen Geschäftsbericht ohne Zusammenfassung und kommt daher in mehreren Kategorien vor, so dass die Anzahl der Unternehmen der einzelnen Kategorien nicht mit der Gesamtsumme übereinstimmt.

Quelle: Geschäftsberichte 2008 bis Sep. 2014.

vornehmen. Das präsentierte „nachhaltige Ergebnis“ der RWE AG im Geschäftsjahr 2013 weicht um beträchtliche 5.071 Mio. € bzw. 8,25 € je Aktie von IFRS-Wert ab und macht aus einem Nettoverlust einen Nettogewinn ähnlicher Größe. Hierbei ist die zeitliche Entwicklung interessant, da im Geschäftsjahr 2009 das „nachhaltige Ergebnis“ noch 1 % unter dem IFRS-Ergebnis lag, jedoch die Differenz von Jahr zu Jahr wuchs und im obigen Fall endete. Die von der Bayer AG als „bereinigtes Ergebnis“ ausgewiesenen Zahlen weichen stets zwischen 45 % und 167 % von dem Gewinn nach IFRS ab. Im Gegensatz dazu ist die K+S AG das einzige Unternehmen, bei dem die Hälfte der Abweichungen positiv und die anderen negativ ausfallen.

Trotz einer nicht zu übersehenden Rechtschiefe der Anpassungen beträgt der Median der Anpassungen je Aktie immerhin noch 0,59 Euro je Aktie bzw. 12 % des IFRS Werts. In 83 % der Fälle wird der Gewinn vergrößert, und nur bei 17 % verringert. Diese Asymmetrie legt nahe, dass Unternehmen dazu tendieren einmalige Aufwendungen aus dem Gewinn heraus zu rechnen, einmalige Erträge jedoch im Ergebnis zu belassen. Dies kommt einer Verschiebung der Verteilung des Gewinns gleich, welche den Gewinn im Schnitt besser aussehen lässt. Unter der Annahme, dass „einmalige Ereignisse“ nicht wiederkehrend

sind und zur Hälfte das Ergebnis erhöhen und zur anderen verringern, wäre es sehr unwahrscheinlich das vorliegende Bild zu beobachten.

Da kein Geschäftsjahr einem anderen gleicht und i.d.R. auch Unternehmen untereinander nicht vergleichbar sind, ist es unerlässlich die Gründe der einzelnen Anpassungen im Detail genauer unter die Lupe zu nehmen. Aus den meisten Geschäftsberichten lässt sich, wenn unter auch mit etwas Mühe, mittels der Überführungsrechnung im Lagebericht oder im Konzernanhang die Bereinigung des Gewinns nachvollziehen.

Die Faktoren, um welche der Gewinn angepasst wurde, lassen sich in die folgenden Kategorien unterteilen:

- Restrukturierungen, Folgekosten von Akquisitionen und Devestitionen
- Impairments
- Rechtsfälle
- Wertänderung von Finanzinstrumenten
- Sonstiges oder keine Angaben

Während Impairments sowie Wertänderungen von Finanzinstrumenten zwar erfolgswirksam sind, jedoch keine Zahlungsströme zur Konsequenz haben, können Restrukturierungen, Folgekosten von Akquisitionen und Devestitionen sowie Rechtsfälle zahlungswirksame Kosten darstellen.

**Tabelle 3: Anpassung der EPS**

	In Prozent des IFRS-Werts	Absolute Anpassung in Euro pro Aktie	Absolute Anpassung in Mio. Euro
Anzahl	54	54	54
Minimum	-20%	-0,58	-439
Median	12%	0,59	123
Mittelwert	33%	0,94	462
Maximum	192%	8,25	5.071
Anteil mit Erhöhung des Gewinns	83%	83%	83%

Anmerkung: Die Werte beziehen sich auf die Anpassung des Gewinns nach Berücksichtigung von Steuereffekten und Effekten aus Minderheitenanteilen.

Quelle: Geschäftsberichte 2008 bis Sep. 2014.



Tabelle 4: Kategorien der Anpassungen

	Insgesamt (Geschäftsjahre)	Restrukturierung, Folgekosten von Akquisitionen, Devestitionen	Impairments	Rechtsfälle	Wertänderung Finanz- instrumente	Sonstiges oder keine Angaben
Beobachtungen	54	41	23	8	15	31
Vorhanden in Anteil der Anpassungen	100%	76%	43%	15%	28%	57%
Mittelwerte						
In Prozent des IFRS-Werts	33%	24%	53%	22%	-1%	1%
Euro je Aktie	0,94	0,80	1,53	0,53	0,02	0,03
Absolut in Mio. Euro	462	322	830	376	-33	20
Anteil mit Erhöhung des Gewinns	83%	88%	100%	100%	53%	58%

Anmerkungen: Da die Anpassungen eines Geschäftsjahres mehrere Kategorien enthalten können, entspricht die Anzahl der Geschäftsjahre nicht der Summe der Beobachtungen der einzelnen Kategorien. Alle Anpassungen beziehen sich auf den Gewinn vor Steuern und Minderheitenanteilen.

Quelle: Geschäftsberichte 2008 bis Sep. 2014.

Des Weiteren entstehen implizit Steuereffekte und Effekte aus Minderheitenanteilen, da i.d.R. der operative Gewinn vor Steuern angepasst wird. Meist werden von den Unternehmen die Ertragssteuern mittels des effektiven Steuersatzes angepasst. Soweit diese Angaben nicht explizit ausgewiesen wurden, wurden diese implizit aus der Anpassung je Aktie nach Steuern und den Angaben zu den Anpassungen vor Steuern geschätzt.

#### 4.1. Restrukturierungen, Folgekosten von Akquisitionen und Devestitionen

Mit 41 Fällen werden Restrukturierung, Devestitionen oder Akquisitionskosten am häufigsten als Begründung für eine Anpassung aufgeführt. Im Schnitt wird in diesen Fällen der Gewinn um 322 Mio. Euro bzw. 0,80 Euro je Aktie erhöht (Tabelle 4). Die RWE AG weist in den Geschäftsjahren 2012 und 2013 mit 4.143 Mio. € bzw. 2.564 € absolut und relativ die höchsten Restrukturierungskosten aus.

Unter Restrukturierung fallen Aufwendungen für externe Beratung, Personalkosten (u.a. Abfindungen und Werbungskosten), Effizienzprogramme und Ähnliches, welches ein Unternehmen einsetzt um das Geschäftsfeld umzugestalten, neu auszurichten oder Prozesse zu optimieren. Unter Devestitionen fallen erfolgswirksame Aufwendungen oder Erträge, welche bei einer Veräußerung eines Unternehmensteils unter oder über Buchwert anfallen. Unter Akquisitionskosten fallen erfolgswirksame Kosten, die im Zuge der Akquisition

entstehen, wie bspw. Aufwand für Wirtschaftsprüfer und externe Berater, Kaufpreiallokationseffekte sowie Integrationskosten und Restrukturierungskosten im zugekauften Unternehmen.

In allen drei Fällen ergreifen Unternehmen Maßnahmen und erhoffen sich dadurch zukünftig höhere Gewinne. Die Kosten dieser Maßnahmen können als eine Art Investition angesehen werden, welche notwendig ist um weiter effizient zu wirtschaften. Besonders bei den Restrukturierungsmaßnahmen zeichnet sich ein wiederkehrender Charakter ab, der andeutet, dass diese Kosten zwar jedes Jahr in unterschiedlichen Abteilungen anfallen, jedoch für den gesamten Konzern Teil des normalen Geschäftsverlaufs sind. Beispielsweise geben die Bayer AG, Henkel AG & Co. KGaA und RWE AG in jedem Geschäftsjahr seit 2008 Restrukturierungskosten an und zusätzlich die BASF AG seit 2009.

Durch technischen Fortschritt, organisches Wachstum und daraus entstehenden Ineffizienzen sind Restrukturierungsmaßnahmen in großen Konzernen regelmäßig notwendig um allein die Effizienz des operativen Geschäfts auf einem gleichbleibenden Niveau zu halten. Bei Unternehmen, bei denen das anorganische Wachstum ein Großteil des Gesamtwachstums ausmacht, können Integrationskosten und anschließende Restrukturierungen im zugekauften Unternehmensteil als ein regelmäßiger und für das operative Geschäft notwendiger Kostenblock angesehen werden.

Daher ist es fragwürdig, ob diese Ausgaben als „einmalig“ klassifiziert werden sollten.

Des Weiteren werden die eingesparten Kosten zukünftiger Perioden vollständig im Ergebnis belassen und implizit als höherer Gewinn ausgewiesen. Eine echte Vergleichbarkeit ist jedoch nur gegeben, wenn im Sinne des „matching principles“ zunächst die Kosten und anschließend die Erträge aus dem Gewinn heraus gerechnet werden. Ohne die notwendigen Restrukturierungsmaßnahmen wäre es den Unternehmen nur schwer möglich, den Gewinn auf dem vorhandenen Level zu halten.

#### 4.2. Impairments

Ein Impairment (Wertberichtigungen) stellt eine außerordentliche Abschreibung eines Vermögenswerts dar. In knapp der Hälfte der Anpassungen werden Impairments als Grund aufgeführt. Mit 1,53 Euro je Aktie, bzw. 53 % des IFRS-Werts stellt dies in der Größe die bedeutendste Form der Anpassung des Gewinns dar. Die Kategorie kann weiter in Goodwill-Impairments, sonstige Impairments immaterieller Vermögenswerte (Patente, Lizenzen, Kundenbeziehungen, etc.) und außerplanmäßige Abschreibungen auf Sachanlagen unterteilt werden. Wie in Tabelle 5 zu sehen, treten Anpassungen von Impairments von sonstigen immateriellen Vermögenswerten mit 18 Beobachtungen am häufigsten auf, gefolgt von Goodwill-Impairments mit 11 Beobachtungen. Anpassungen durch außerplan-

mäßige Abschreibungen auf Sachanlagen kommen nur selten vor und betragen nur einen Bruchteil der Größe der anderen Anpassungen. Da Impairments einen Aufwand darstellen, der den Gewinn reduziert, fallen die Anpassungen durchweg positiv aus.

Eine planmäßige Abschreibung entspricht einer periodengerechten Verteilung der Kosten einer Investition. Das bspw. durch eine Investition in eine Maschine gebundene Kapital wird über mehrere Perioden hinweg entsprechend der Nutzungsdauer der Maschine abgeschrieben. Immaterielle Vermögenswerte, welche z.B. durch die Kaufpreisallokation bei einer Unternehmensübernahme oder Investitionen in Entwicklung von Produkten entstehen können, werden im Rahmen eines Impairment-Tests in analoger Weise abgeschrieben. Goodwill, welcher die Residualgröße des Kaufpreises abzüglich aller Vermögenswerte und Schulden bei einer Akquisition darstellt, muss auch nach einem Impairment-Test bei Notwendigkeit abgeschrieben werden. Unabhängig von der Art des Impairments bzw. Abschreibung existiert stets eine vorherige Investition, durch welche das Kapital gebunden ist und dem Unternehmen nicht mehr in Form von Liquidität für Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufe zur Verfügung steht.

Investitionen in immaterielle Güter werden vorgenommen, um zukünftig bspw. durch

**Tabelle 5: Anpassungen der EPS durch Abschreibung und Impairments**

	Impairments insgesamt	Goodwill	sonstige immaterielle Vermögenswerte	Sachanlagen
Beobachtungen	23	11	18	6
Vorhanden in Anteil der Anpassungen	43%	20%	33%	11%
Mittelwerte				
In Prozent des IFRS-Werts	53%	34%	52%	4%
Euro je Aktie	1,53	0,86	1,40	0,09
Absolut in Mio. Euro	830	273	869	75
Anteil mit Erhöhung des Gewinns	100%	100%	100%	100%

Anmerkungen: Da eine Beobachtung einer Anpassung der Impairments mehreren Unterkategorien zuzuordnen ist, entspricht die Anzahl der Beobachtungen insgesamt nicht der Summe der Beobachtungen in den einzelnen Kategorien. Alle Anpassungen beziehen sich auf den Gewinn vor Steuern und Minderheitenanteilen.

Quelle: Geschäftsberichte 2008 bis Sep. 2014.



Patente oder Markenrechte Erträge zu erwirtschaften. Das Gleiche gilt auch für Kapital, welches erhofften Synergieeffekten oder aus einer gezahlten Prämie für die Kontrolle über ein Unternehmen entspricht und als Goodwill verbucht wird. Wird das in immateriellen Vermögenswerten gebundene Kapital bei der Gewinnermittlung nicht dem Ertrag aus der Investition gegenübergestellt, so wird der Aufwand für den erwirtschafteten Ertrag unterschätzt. Insbesondere bei Unternehmen, die regelmäßig Akquisitionen durchführen, wird ein Teil des Aufwands für die Erbringung des Gewinns ignoriert. Wurde ein zu hoher Kaufpreis für eine Übernahme gezahlt und das anschließend als Goodwill gebundene Kapital nicht wertgemindert, so kommt dies einer Nicht-Ansetzung der Kosten gleich. Solch ein Fall kann mit einem überbewerteten Kauf einer Maschine verglichen werden, bei der für die Abschreibung nur ein geringerer Wert angesetzt wird. Das Residual des Kaufpreises, also der Anteil des Preises, welcher den Kauf „zu teuer“ gemacht hat, würde somit nie als Aufwand angesetzt werden. Zwar unterliegt der Goodwill im Gegensatz zu einer Maschine keiner bestimmten Nutzungsdauer, dennoch ist Kapital gebunden, welches früher oder später mit Erträgen verrechnet werden sollte.

Dieser Argumentation ist jedoch entgegen zu stellen, dass die periodengerechte Verteilung der Kosten einer Investition in immaterielle Güter erheblich schwerer durchzuführen ist. Beispielsweise unterliegt die Wertveränderung von Kundenbeziehungen oder Markennamen subjektiven Erwartungen, dennoch kann auch hier nicht von einer ewigen Nutzungsdauer ausgegangen werden. Nichtsdestotrotz müssen für die korrekte Ermittlung des Gewinns einer Investition alle Aufwendungen den Erträgen gegenüber gestellt werden. Ob das Kapital in materiellen oder immateriellen Gütern gebunden ist, ist hier von keiner Bedeutung.

Eine Einmaligkeit von Impairments immaterieller Vermögenswerte, die der Kaufpreisallokation entstammen, ist nur gegeben, wenn Unternehmen nicht regelmäßig Akquisitionen tätigen. Abschreibungen immaterieller Vermögenswerte, die durch Forschung und Ent-

wicklung entstanden sind, sollten nur als einmalig klassifiziert werden, wenn das betroffene Unternehmen nur unregelmäßig in Forschung und Entwicklung investiert. Dennoch stellt der Aufwand in beiden Fällen eine Kostenkomponente dar, die dem erwirtschafteten Gewinn gegenüber gestellt werden sollte.

Es bleibt also festzuhalten, dass das in materiellen und immateriellen Vermögenswerten gebundene Kapital, den Sinn und Zweck verfolgt zukünftig Erträge zu erwirtschaften. Daher sollten die zukünftigen Erträge und die entstandenen Kosten periodengerecht verrechnet werden. Wird dieser Zusammenhang nicht berücksichtigt und Impairments oder Abschreibungen als Sondereinflüsse klassifiziert, so ist eine Gegenüberstellung von Aufwand und Ertrag nicht mehr gegeben.

#### 4.3. Rechtsfälle

Drei Unternehmen (Bayer AG, Deutsche Börse AG und Henkel AG & Co. KGaA) geben Rechtsfälle als Sondereffekte an und begründen damit die Anpassung ihres Gewinns. Bei der Deutschen Börse AG und bei Henkel AG & Co. KGaA tritt diese Adjustierung nur einmalig und nicht wiederkehrend auf. Die Deutsche Börse AG liefert vertiefende Informationen zu dem Sachverhalt des Rechtsstreits, bei der Henkel AG & Co. KGaA ist nur eine Fußnote bzw. eine kurze Erklärung im Anhang ohne detaillierte Informationen zu finden.<sup>7</sup> Im Gegensatz dazu adjustiert die Bayer AG in jedem Bericht der Geschäftsjahre 2008 bis 2013 ihren Gewinn um Aufwendungen für Rechtsfälle, bezeichnet diese dennoch als „einmalig bzw. in ihrer Art oder Höhe nicht wiederkehrende Effekte“.<sup>8</sup> Während die Höhe dieser Effekte plausiblerweise nicht wiederkehrend ist, stellt ihre Art bei der Bayer AG einen Aufwand mit äußerst wiederkehrendem Charakter dar. Daher können diese Kosten als Teil des operativen Geschäfts betrachtet werden, welche notwendig sind, um in der Branche wirtschaften zu können. Immerhin beträgt allein die Anpassung der Kosten bei der Bayer AG jährlich im Schnitt

<sup>7</sup> Siehe Deutsche Börse AG, Geschäftsbericht 2013, S. 58 und 107 sowie Henkel AG & Co. KGaA, Geschäftsbericht 2013, S. 106 und 154.

<sup>8</sup> Siehe Bayer AG, Geschäftsbericht 2013, S.171.

25 % des Gewinns nach IFRS bzw. 0,58 Euro je Aktie. Aus Sicht der Anteilseigner wäre es nicht rational zu erwarten, dass diese Art der Kosten nicht erneut auftreten wird.

Aus rein ökonomischer Sicht sind Kosten für Rechtsfälle bei denen ein Unternehmen verklagt wird eine Position, die eine Wertveränderung für die Anteilseigner darstellt. Aufwendungen aus Rechtsstreitigkeiten sind erfolgswirksam zu verbuchen; entweder in Form einer Rückstellung oder wenn die vor dem Zeitpunkt der Zahlung gebildete Rückstellung von dem letztendlich zu zahlenden Betrag abweicht. Grund für eine Rechtsstreitigkeit ist i.d.R. ein mit dem Wirtschaften des Unternehmens in Zusammenhang stehender Rechtsverstoß, bei dem eine Privatperson, ein anderes Unternehmen oder der Gesetzgeber wirtschaftlichen Schaden genommen hat. Dem Schaden, für den nun ein Ausgleich gefordert wird, steht eine Wertschöpfung auf Seiten des angeklagten Unternehmens gegenüber. Diese im juristischen Sinne zu Unrecht erwirtschafteten Gewinne, sollten also für eine ökonomisch korrekte Darstellung als Aufwand den Gewinn belasten. In der Vergangenheit wurde ein Umsatz verbucht, welcher nun ausgeglichen werden muss. Ist dies nicht der Fall, so entsteht eine unvollständige Darstellung der langfristigen Ertragslage des Unternehmens, da die vergangene und möglicherweise auch die zukünftige Wertschöpfung gesunken sind.

#### 4.4. Wertänderung von Finanzinstrumenten

Durch den International Accounting Standard (IAS) 39 sind Unternehmen dazu verpflichtet die Wertänderung von bestimmten Finanzinstrumenten erfolgswirksam zu verbuchen, auch wenn im Berichtszeitraum hierdurch keine Zahlungen erfolgt sind. Im Rahmen des Risikomanagements sichern Unternehmen bspw. Unsicherheiten über zukünftige Rohstoffpreise durch Finanzderivate ab. Wenn der Preis eines solchen Derivats nun fällt, so kann ein Verlust entstehen, bei dem nicht sicher ist, ob dieser überhaupt jemals zahlungswirksam sein wird, da sich nach dem Bilanzstichtag der Preis des zugrundeliegenden Rohstoffes und somit auch des Derivats möglicherweise auch wieder in die entgegengesetzte Richtung bewegen kann. Wird das Derivat jedoch veräu-

bert, so wird der Gewinn bzw. Verlust auf dem Kauf tatsächlich realisiert. Bei Derivaten, bei denen keine Veräußerung geplant ist, handelt es sich also um eine durchaus nachvollziehbare Form der Anpassung des Gewinns. Diese tritt bei der RWE AG, K+S AG und Fresenius SE & Co. KGaA auf und beträgt im Schnitt -1 % des Gewinns. Es handelt sich also betragsmäßig um eine der kleinsten Anpassungen.

#### 4.5. Sonstiges oder keine Angaben

Unter „Sonstiges oder keine Angaben“ fallen Anpassungen, die entweder nicht den anderen Kategorien zugehören oder nicht weiter aufgeschlüsselt wurden. Hierunter fallen Aufwendungen für Pensionsversicherungen, welche sich lediglich nur bei der Bayer AG im kleineren Umfang wiederfinden, Vergütungsprogramme werden hingegen nie im größeren Maße aus dem Gewinn heraus gerechnet.<sup>9</sup> Falls keine weiteren Angaben zu finden sind, ist es durchaus möglich, dass sich in dieser Kategorie noch weitere Fälle der zuvor diskutierten Kategorien befinden. Der Anzahl nach ist diese Kategorie zwar häufig vertreten, in der Höhe jedoch nur von geringer Relevanz.

### 5. Einfluss auf Bewertungskennzahlen

Um zu analysieren, wie sich eine Anpassung des Gewinns je Aktie auf die Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt auswirkt, wird im Folgenden das Kurs-Gewinn-Verhältnis mit dem Gewinn je Aktie nach IFRS und mit dem angepassten Gewinn je Aktie berechnet. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV, price earnings ratio) gibt an, wie viel Geld eingesetzt werden muss um einen Euro des Gewinns einzukaufen. Im vorliegenden Fall wird das KGV als Aktienkurs zum Ende des Geschäftsjahres geteilt durch den Gewinn je Aktie desselben Geschäftsjahres berechnet (trailing price earnings ratio). Vernachlässigt man

<sup>9</sup> Es ist möglich, dass hinter den nicht aufgeschlüsselten Beträgen Vergütungsprogramme stecken. Falls dies der Fall ist, so machen sie keinen bedeutenden Betrag aus. Die Bayer AG weist Anpassungen der Bewertungsparameter von Pensionen und Anpassungen der Leistungszusagen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses als Sondereinflüsse in geringerem Umfang aus.

Unterschiede im Risiko, im Verschuldungsgrad, in der Profitabilität und in den Wachstumsaussichten der Unternehmen, so gilt ein hohes KGV als Zeichen für eine teure und ein niedriges KGV für eine günstige Investition.

In Tabelle 6 werden die beiden Versionen des KGV gegenüber gestellt. Der Median des mittels des IFRS-Gewinns berechneten KGV beträgt 18,1, mittels des angepassten Gewinns jedoch nur 14,5. Da durch die Anpassung der Nenner im Schnitt größer wird, verringert sich das KGV im Median um 20 %. Durch die Gewinnanpassung wird eine niedrigere Bewertung erreicht. Eine niedrigere Bewertung impliziert einen günstigeren Preis der Aktie im Verhältnis zum erbrachten Gewinn. Durch die Anpassung des Gewinns wird das Investment als günstiger bzw. profitabler dargestellt.

## 6. Fazit

11 der 30 DAX Konzerne haben in den Geschäftsjahren 2008 bis Ende September 2014 im Lagebericht bzw. freiwilligen Berichtsteil den Gewinn je Aktie in einer vom IFRS-Standard abweichenden Version angegeben. Im Schnitt ist das Non-IFRS Ergebnis um knapp einen Euro je Aktie bzw. um ein Drittel höher als der zugehörige IFRS Wert. In den meisten Fällen wird der Gewinn vergrößert und nur selten reduziert. Am häufigsten werden Restrukturierungskosten, Devestitionen und Akquisitionskosten als Begründung für die Anpassung des Gewinns genannt. Mit 1,53 Euro je Aktie bzw. mehr als 50 % des Gewinns sind Impairments betragsmäßig die größten An-

passungen.

Meist werden die Anpassungen durch „Sondereinflüsse“ oder „einmalige Ereignisse ohne wiederkehrenden Charakter“ begründet. Betrachtet man jedoch die zeitliche Entwicklung der Anpassungen, so stellt man fest, dass diese Ereignisse oftmals einen wiederkehrenden Charakter aufweisen. Restrukturierungsmaßnahmen sind bei technischen Erneuerungen und wachsenden Konzernen in regelmäßigen Abständen notwendig, um zumindest ein gleiches Level der Produktivität zu behalten. Abschreibungen von immateriellen Vermögenswerten treten ebenso regelmäßig auf und sind in manchen Branchen Teil der regelmäßig anfallenden Kosten.

Bei einer Anpassung des Gewinns in Form von einer Nicht-Ansetzung des Aufwands müsste zur Vergleichbarkeit auch der zukünftige Ertrag, welcher durch diese Investition entstanden ist, herausgerechnet werden. Kapital, welches im Zuge einer Akquisition aufgewendet wurde, und anschließend in Goodwill oder sonstigen immateriellen Vermögenswerten gebunden ist, steht dem Unternehmen nicht mehr in Form von Liquidität zur Verfügung. Dieses gebundene Kapital ist Teil der Kosten einer Investition, welche erfolgt ist, um zukünftig Erträge zu erwirtschaften. Daher sollten diese Kosten auch den Erträgen gegenüber gestellt werden.

Eine Anpassung des Gewinns mit der Begründung der Nicht-Zahlungswirksamkeit verschiedener Kostenkomponenten vermischt die

**Tabelle 6: Kurs-Gewinn-Verhältnisse, Mediane**

Jahr	Anzahl	Kurs-Gewinn-Verhältnis, Mediane			
		angepasst	nach IFRS	Median der Differenz	Veränderung in Prozent
gesamter Zeitraum	53	14,5	18,1	-3,5	-20%
2008	6	10,1	12,0	-2,0	-16%
2009	8	15,4	24,9	-6,0	-25%
2010	9	15,6	19,2	-1,6	-13%
2011	9	11,5	15,4	-1,8	-11%
2012	11	13,4	17,8	-1,8	-7%
2013	11	18,2	23,0	-1,8	-8%

Quelle: Geschäftsberichte 2008 bis Sep. 2014.

buchhalterischen Konzepte der Gewinn- und Verlustrechnung mit der Kapitalflussrechnung.<sup>10</sup> Wenn Unternehmer oder Investoren daran interessiert sind nur die zahlungswirksamen Vorgänge des vergangenen Geschäftsjahres zur Analyse heranzuziehen, so sollte die Kapitalflussrechnung als Informationsquelle genutzt werden. Sollen jedoch periodengerecht Aufwendungen und Erträge miteinander verrechnet werden, so gibt die GuV darüber Auskunft. Von einer Vermischung der Konzepte ist abzuraten, da es meist nicht ersichtlich ist, wieso nur ein Teil der nicht-

zahlungswirksamen Aufwendungen aus dem Gewinn je Aktie herausgerechnet werden sollte.

Abschließend sollte jedoch festgehalten werden, dass die beobachteten Anpassungen zum größten Teil nachvollziehbar sind und es sich keine exotischen Versionen wie beispielsweise „Gewinn je Aktie vor Kosten“ darunter befinden. Dennoch darf mit Spannung erwartet werden, wie die Darstellung des Gewinns der jüngst vergangenen Geschäftsjahre ausfällt und ob die Unternehmen über ihre EPS - oder eher über ihre EBS - berichten.

---

<sup>10</sup>Siehe Geschäftsbericht Adidas AG 2012, S. 36.

---

**Rechtliche Hinweise** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet. **Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.**

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

**IMPRESSUM** *Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. Philipp Immenkötter; *Redaktionsschluss* 27. März 2015