



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 30/08/2019

Bereinigt, aber nicht sauber

von PHILIPP IMMENKÖTTER

Zusammenfassung

Rund die Hälfte der DAX-Konzerne präsentiert ein bereinigtes Ergebnis je Aktie, das vom Rechnungslegungsstandard abweicht. Häufig werden Kosten als Sondereffekte deklariert, die jedoch wiederkehrenden Charakter haben. Ebenso werden Erträge, die mittels der Kosten erwirtschaftet wurden, im Ergebnis belassen. Statt einem sauberen Bild, entsteht eine verzerrte Darstellung der Profitabilität. Der bereinigte Gewinn je Aktie liegt im Schnitt 33 % über dem IFRS-Ergebnis.

Abstract

About half of the DAX companies report adjusted earnings per share that deviate from the accounting standard. Often costs are declared as special effects but are recurrent in nature. Likewise, income that was generated by the costs is left in the result. Instead of a clearer picture, the adjustments form a biased picture of a firm's profitability. Adjusted earnings per share are on average 33% higher than IFRS earnings.



Bereinigt bedeutet um Sondereffekte korrigiert.

Es scheint zum Trend geworden sein, statt dem Ergebnis je Aktie eine alternative Kennzahl zu präsentieren: Den bereinigten Gewinn je Aktie. „Bereinigt“ soll heißen, dass bestimmte Kosten und Erträge aus dem Ergebnis herausgerechnet worden sind: Sondereffekte, denen eine Einmaligkeit oder Unvorhersehbarkeit unterstellt wird.

Ein Blick in die Geschäftsberichte offenbart, dass die sogenannten Sondereffekte äußerst regelmäßig und auch in der Höhe auffällig vergleichbar ausfallen. Daher liegt der Verdacht nahe, dass es sich meist eher um eine Verschönerung des Gewinns als um eine Kennzahl mit höherem Informationsgehalt handelt.

Der bereinigte Gewinn liegt in 82% der Fälle über dem offiziellen Gewinn.

Im Zeitraum 2008 bis 2018 findet man in den Geschäftsberichten der 30 DAX-Konzerne bei 17 Unternehmen in Summe 104 Anpassungen des Ergebnisses je Aktie. In 82 % der Fälle fällt das angepasste Ergebnis höher als das offizielle Ergebnis aus und liegt im Schnitt 33 % darüber. Am häufigsten werden Restrukturierungsmaßnahmen als Sondereffekte ausgewiesen, während Wertberichtigungen betragsmäßig der größte Posten sind. Auch werden Kosten durch Rechtsstreitigkeiten und Wertänderungen von Finanzinstrumenten als Begründung angeführt.

Für das Geschäftsjahr 2018 weisen 13 Konzerne eine Anpassung aus. Bei Bayer fällt mit 3,9 Mrd. Euro (+230 % bzw. 4,14 Euro je Aktie) die Anpassung am höchsten aus. Linde reduziert hingegen sein Ergebnis um Veräußerungsgewinne um -1,9 Mrd. Euro (-50 % bzw. -5,6 Euro je Aktie).

Bereinigen verzerrt die Darstellung der Profitabilität.

Problematisch bei der Darstellung des bereinigten Gewinns ist, dass Kosten als Sondereffekt deklariert werden, während die Erträge, die den Kosten gegenüberstehen, im Ergebnis belassen werden. Das Ergebnis wird positiv verzerrt und es entsteht der Eindruck, als ob die Höhe des Gewinns ohne die Sondereffekte möglich wäre – dem ist aber meist nicht so. Restrukturierungsmaßnahmen sind beispielsweise durch Wachstum und technische Veränderungen regelmäßig notwendig. Wertberichtigungen sind als Folgekosten von Akquisitionen zu erwarten und Rechtsstreitigkeiten treten, je nach Branche, alles andere als überraschend auf.

Eine Bereinigung des Gewinns je Aktie hält meist nicht, was sie verspricht. Statt den Gewinn zu säubern, also ein klareres, direktes Bild zu vermitteln, verschleiern sie die eigentliche meist schlechtere Profitabilität des Unternehmens.



Hintergrund: Das Ergebnis je Aktie

*Ergebnis je Aktie
entspricht Gewinn
durch Aktienanzahl.*

Das Ergebnis je Aktie (auch Gewinn je Aktie) berechnet sich als Jahresüberschuss dividiert durch Anzahl ausstehender Aktien. Für kapitalmarktorientierte Unternehmen gibt der Rechnungslegungsstandard IAS 33 vor, wie Zähler und Nenner dieses Bruchs bestimmt werden müssen. Der Jahresüberschuss im Zähler entspricht dem auf die Anteilseigner des Unternehmens entfallenden Gewinn des Geschäftsjahres laut Gewinn- und Verlustrechnung. Die Anzahl ausstehender Aktien im Nenner umfasst alle ausgegebenen und sich nicht im Besitz des Unternehmens befindlichen Aktien. Erfolgt unterjährig eine Kapitalerhöhung oder -reduktion, so ist eine zeitlich gewichtete Anzahl ausstehender Aktien heranzuziehen. In dieser Studie wird ausschließlich das unverwässerte Ergebnis je Aktie betrachtet.

Neben der oben beschriebenen Art der Ermittlung des Ergebnisses je Aktie ist es Unternehmen nach IAS 33.73 gestattet, alternative Varianten des Ergebnisses je Aktie anzugeben, bei denen statt des Jahresüberschuss nur Bestandteile des Periodengewinns Eingang in den Zähler finden. Falls diese Bestandteile nicht als eigenständiger Posten in der Gesamtergebnisrechnung ausgewiesen werden, ist eine Überleitungsrechnung erforderlich, die aufzeigt, wie die angepasste Kennzahl aus der IFRS-Kennzahl konstruiert werden kann. Diese alternativen Kennzahlen stehen im Fokus dieser Studie.

Datengrundlage

*DAX-Geschäftsberichte
von 2008 bis 2018 sind
Grundlage.*

Der Datensatz der empirischen Auswertung umfasst alle Geschäftsberichte der Kalenderjahre 2008 bis 2018 der 30 Ende 2018 im DAX gelisteten Unternehmen. Eine Anpassung des Ergebnisses je Aktie liegt immer dann vor, wenn im Geschäftsbericht das Ergebnis je Aktie in einer von IAS 33 abweichenden Form berichtet wird. Die in den Geschäftsberichten präsentierte Überleitungsrechnung wurde herangezogen, um die getätigten Anpassungen zu kategorisieren. Nicht verfügbare Informationen wurden in einigen Fällen geschätzt. Am häufigsten trat dies bei den auf den angepassten Gewinn zu zahlenden Steuern zu.

Neben den Anpassungen des Ergebnisses je Aktie führen einige DAX-Konzerne auch weitere angepasste Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung an wie bspw. „adjusted EBITDA“ oder „bereinigtes EBIT“. In dieser Studie werden diese Kennzahlen jedoch nicht berücksichtigt, so lang nicht gleichzeitig auch das Ergebnis je Aktie angepasst wurde.

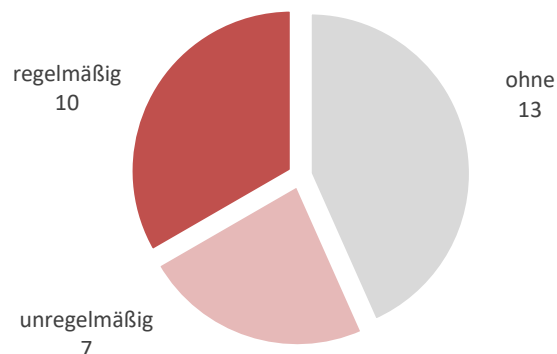


Regelmäßigkeit der Anpassung

Der Datensatz umfasst 318 Unternehmensbeobachtungen von denen 104 Beobachtungen Anpassungen des Ergebnisses je Aktie aufweisen. Diese Anpassungen entstammen 17 verschiedener Unternehmen, die in unterschiedlicher Frequenz die Anpassungen vorgenommen haben. Zehn der 17 Unternehmen haben ihr Ergebnis je Aktie regelmäßig bereinigt. Von diesen zehn nutzen wiederherum drei Anpassungen seit mindestens 2008. Die übrigen sieben haben erst später damit angefangen, ein angepasstes Ergebnis zu kommunizieren, dies aber bis 2018 regelmäßig durchgeführt. Sieben weitere Unternehmen berichten unregelmäßig über das angepasste Ergebnis. Die übrigen 14 DAX-Konzerne weisen über den gesamten Zeitraum keine Anpassungen des Ergebnisses je Aktie in ihren Geschäftsberichten aus.

Abbildung 1: Regelmäßigkeit der Anpassungen des Ergebnisses je Aktie von 2008 bis 2018 der DAX-Konzerne

Mehr als die Hälfte bereinigen ihren Gewinn je Aktie.



Quelle: Geschäftsberichte der DAX-Konzerne 2008 bis 2018, Stand: September 2019.

Es gibt unterschiedliche Fälle, in denen für Anleger entweder eine regelmäßige oder aber eine unregelmäßige Anpassung eine sinnvolle Zusatzinformation darstellen kann. Eine regelmäßige Anpassung kann eine konsistente Vergleichsbasis schaffen, wenn Aufwendungen oder Erträge nach IFRS in das Ergebnis aufgenommen werden müssen, dies jedoch die Vergleichbarkeit mindert. In einigen Fällen müssen beispielsweise Wertveränderungen von Finanzinstrumenten in das Ergebnis je Aktie aufgenommen werden. Je nach Art und Nutzen des Instruments kann es jedoch sein, dass es wünschenswert wäre, das Ergebnis ohne diesen Effekt darzustellen.



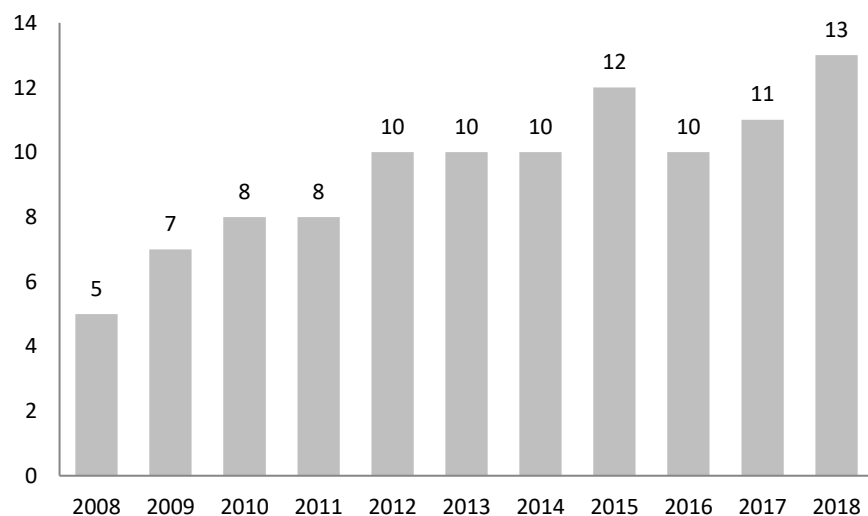
Eine unregelmäßige Anpassung kann hingegen eine sinnvolle Zusatzinformation darstellen, wenn vereinzelt Unternehmensteile veräußert werden, wodurch ein erfolgswirksamer Gewinn oder Verlust entstehen kann. Da ein Unternehmensanteil nur einmal verkauft werden kann, handelt es sich hierbei um einen einmaligen Ertrag, der das Ergebnis je Aktie verzerrt.

Anpassungen im Zeitverlauf

Von 2008 bis 2018 hat sich die jährliche Anzahl der Anpassungen des Ergebnisses je Aktie im DAX mehr als verdoppelt. Während in 2008 nur fünf Unternehmen ein bereinigtes Ergebnis je Aktie berichtet haben, waren es 2012 bis 2014 bereits zehn, in 2015 zwölf und jüngst in 2018 sogar 13.

Zusammen betrachtet legen Abbildung 1 und 2 nahe, dass sowohl eine Regelmäßigkeit vorliegt, als auch dass ein Trend eingesetzt hat, über das Ergebnis je Aktie adjustiert zu berichten.

Abbildung 2: Anzahl der Anpassungen des Ergebnisses je Aktie der DAX-Konzerne



Ein Trend, Kennzahlen zu bereinigen, ist zu erkennen.

Quelle: Geschäftsberichte der DAX-Konzerne 2008 bis 2018, Stand: September 2019.



Umfang der Anpassungen

Der Gewinn wird meist erhöht.

82 % aller Anpassungen sind positiv (Tabelle 1). Unternehmen bereinigen häufiger und in größerem Umfang ihren Gewinn um Kosten als um Erträge. Das angepasste Ergebnis je Aktie liegt dementsprechend häufiger oberhalb des IFRS-Ergebnisses je Aktie. Lediglich in 2008 und 2018 war das Verhältnis mit 60 % bzw. 50 % Anteil mit Erhöhung des Gewinns ausgeglichener.

Tabelle 1: Anpassungen des Ergebnisses je Aktie der DAX-Konzerne

Geschäfts-jahr	Anzahl der Beobachtungen	Anteil mit Erhöhung des Gewinns	Durchschnittliche Höhe der Anpassung		
			in Mio. Euro	in Euro je Aktie	in Prozent des IFRS-Werts*
Gesamt	104	82%	483	0,82	33%
2018	13	54%	221	-0,13	16%
2017	11	73%	341	0,46	11%
2016	10	90%	1.127	1,74	27%
2015	12	100%	438	0,81	81%
2014	10	70%	240	0,49	14%
2013	10	90%	788	1,58	35%
2012	10	100%	515	1,23	45%
2011	8	75%	281	0,61	24%
2010	8	100%	502	0,96	41%
2009	7	86%	506	0,88	46%
2008	5	60%	379	0,70	22%

Anmerkung: *) berechnet als Höhe der Anpassung geteilt durch absoluten Betrag des IFRS-Gewinns, da ansonsten ein negativer IFRS-Gewinn die Richtung des Effektes verändert. Quelle: Geschäftsberichte der DAX-Konzerne 2008 bis 2018, Stand: September 2019.

Im Schnitt wurde bei einer Bereinigung der Nettogewinn um 483 Mio. Euro erhöht. Dies entspricht einer Verbesserung des Ergebnisses je Aktie um 0,82 Euro. Vergleicht man dies mit der Höhe des Gewinns nach IFRS, so stellt man fest, dass die bereinigten Ergebnisse im Durchschnitt um 33 % besser ausfallen. Unternehmen stellen sich dem entsprechend durch ihre angepassten Ergebnisse erheblich besser als in der Realität dar.

Betrachtet man die vergangenen Jahre, sticht 2016 hervor. In dem Jahr wurden die Gewinne im Durchschnitt um 1.111 Millionen Euro nach oben korrigiert. Dieser hohe Wert ist auf RWE (Anpassung in Höhe von +6,4 Mrd. Euro), Bayer (+1,8 Mrd. Euro), Merck (+1,1 Mrd. Euro) sowie SAP (+1,0 Mrd. Euro) zurückzuführen.



In 2015 fiel die relative Anpassung in Höhe von 81 % des IFRS-Werts besonders hoch aus. Dies ist darauf zurückzuführen, dass RWE mit einer Anpassung von 1,3 Mrd. Euro (750 % des IFRS-Gewinns) die Kennzahl massiv in die Höhe getrieben hat.

In 2018 erhöhen nur die Hälfte ihren Gewinn.

Auch das Geschäftsjahr 2018 bietet interessante Erkenntnisse. Von den 13 Anpassungen sind nur knapp die Hälfte, sechs Stück, positiv. Während Bayer mit 3,9 Mrd. Euro die höchste und SAP mit 1,1 Mrd. Euro die zweithöchste positive Bereinigung aufweisen, gibt es vier Unternehmen, die bedeutend hohe negative Anpassungen vornehmen, also den angepassten Gewinn entsprechend verschlechtern. Hiervon fallen besonders Linde (Anpassung in Höhe von -1,9 Mrd. Euro), E.ON (-1,7 Mrd. Euro) und Merck (-1,2 Mrd. Euro) auf. Mit +221 Mio. Euro liegt die durchschnittliche Anpassung über null. Je Aktie betrachtet liegt sie mit -0,13 Euro knapp unter null, ist jedoch in Prozent des IFRS-Werts ausgedrückt positiv (+16 %). Die unterschiedlichen Vorzeichen kommen durch die Höhe der jeweiligen Nenner der Kennzahlen zustande.

Betrachtet man die Ergebnisse aus Tabelle 1 über den gesamten Zeitraum, so liegt der Verdacht nahe, dass es sich bei dem angepassten Ergebnis je Aktie eher um eine Verschönerung des Gewinns handelt als um eine objektive, „richtungsneutrale“ Bereinigung.

Meist werden nur Kosten aber nicht die dazugehörigen Erträge bereinigt.

Werden nur Kosten aus dem Gewinn herausgerechnet, Erträge aber, die den Kosten gegenüberstehen, im Ergebnis belassen, entsteht eine verzerrte Darstellung der Profitabilität. Sondereffekte in Form von einmaligen besonders hohen Kosten entstehen nicht ohne Grund. Vielmehr besteht stets ein Zusammenhang mit zukünftigen oder vergangenen Erträgen. Daher sollte ein in der Zeit vergleichbares Ergebnis je Aktie stets Kosten und Erträge berücksichtigen. Umso wichtiger ist es, sich anzuschauen, was die Gründe für die einzelnen Anpassungen waren.



Anpassungen im Detail

Die Anpassungen lassen sich anteilmäßig in die folgenden Kategorien unterteilen:

- Restrukturierung
- Wertberichtigungen
- Rechtsstreitigkeiten
- Wertänderung von Finanzinstrumenten
- Sonstiges oder keine Angaben

Tabelle 2 gibt einen Überblick über die durchschnittliche Höhe der gesamten Anpassungen und den Effekten, die den einzelnen Kategorien zugeordnet wurde. Die Angaben in Mio. Euro beziehen sich dabei jeweils auf die Anpassung vor Steuern, Finanzergebnis und Minderheitsanteilen. Die Effekte auf Steuern, Finanzergebnis und Minderheitsanteile sind in der letzten Spalte angegeben.

Tabelle 2: Durchschnittliche Anpassungen in Mio. Euro je Kategorie*

in Mio. Euro	Insgesamt	Restrukturierung	Wertberichtigungen	Rechtsstreitigkeiten	Finanzinstrumente	Sonstiges	Steuereffekte**
Gesamt <i>Anzahl</i>	483 <i>(104)</i>	176 <i>(92)</i>	913 <i>(54)</i>	169 <i>(26)</i>	-1 <i>(14)</i>	106 <i>(70)</i>	-260 <i>(104)</i>
2018	221	-255	1.014	195	-610	161	-331
2017	341	229	770	99	719	-82	-330
2016	1.127	179	1.790	49	799	348	-285
2015	438	176	825	-35	-296	383	-339
2014	240	-6	584	68	29	74	-166
2013	788	548	939	138	-72	49	-234
2012	515	387	714	1.298	-470	-52	-241
2011	281	141	827	260	138	-74	-165
2010	502	186	726	703	202	-21	-240
2009	506	427	790	225	-345	47	-211
2008	379	165	1.638	106	-103	173	-219

*) Nur von null verschiedene Werte werden in den Mittelwert aufgenommen.

**) inkl. Effekte der Anpassung auf Finanzergebnis und Minderheitsanteilen.

Quelle: Geschäftsberichte der DAX-Konzerne 2008 bis 2018, Stand: September 2019.



Restrukturierung

Restrukturierung ist häufigster Grund für Bereinigung.

In mehr als neun von zehn Fällen werden Restrukturierungen, Folgekosten von Akquisitionen oder Devestitionen als Grund für eine Anpassung genannt (92 der 104 Fälle). Beispiele für die als Restrukturierung klassifizierten Sondereffekte sind Kosten für Effizienzprogramme, Integrationskosten, externe Beratung, Abfindungen sowie erfolgswirksame Aufwendungen oder Erträge, die beim Verkauf eines Unternehmensteils anfallen. Innerhalb der Kategorie sind Restrukturierungskosten und Akquisitionskosten die häufigste Begründung.

Im Durchschnitt wird der Vorsteuergewinn um 176 Mio. Euro erhöht. Während in neun der elf Jahre der Gewinn im Schnitt erhöht wurde, wird in 2014 und 2018 der Gewinn hingegen reduziert. In 2018 sind besonders erfolgswirksame Devestitionen von Bayer, Linde und Fresenius Medical Care zu erwähnen. Bayer veräußerte Teile des Crop-Science-Geschäfts, Linde hat sich im Zuge des Zusammenschlusses mit Praxair von diversen Geschäftsfeldern getrennt und Fresenius Medical Care hat Teile des Versorgungsmanagements veräußert. Die gleiche Anpassung ist auch bei Fresenius vorzufinden, da Fresenius Medical Care vom Mutterkonzern vollkonsolidiert wird.

Alle Restrukturierungsmaßnahmen werden mit dem Ziel durchgeführt, zukünftig Kosten einzusparen oder zukünftig höhere Erträge zu erwirtschaften. Die Kosten der Maßnahmen können als eine Investition angesehen werden, die zum Ziel hat effizienter zu wirtschaften.

Restrukturierungskosten sollten nicht als Sondereffekte dargestellt werden.

Durch organisches Wachstum, technischen Fortschritt und daraus entstehenden Ineffizienzen sind in großen Konzernen Restrukturierungsmaßnahmen regelmäßig notwendig, um die Geschäftsabläufe wenigstens auf gleichbleibendem Niveau zu halten. In Unternehmen, die verstärkt anorganisch wachsen, sind Integration und Restrukturierung der zugekauften Bereiche ein regelmäßiger und für das operative Geschäft notwendiger Kostenblock. Daher ist es fragwürdig, ob diese Form der Kosten und Erträge als Sondereffekt oder als einmalig klassifiziert werden sollten.

Dennoch weist bspw. BASF durchgehend seit 2010 „Strukturmaßnahmen“ und „Integrationskosten“ als Sondereinflüsse aus. Auch die Höhe der Aufwendungen für Strukturmaßnahmen schwankt im Zeitablauf nicht übermäßig stark. Vergleichbares ist bei Bayer, der Deutschen Börse, Henkel, Merck und RWE vorzufinden. Bei diesen Unternehmen fällt es daher besonders schwer, der Argumentation der Unternehmen zu folgen und einen regelmäßig auftretenden Kostenblock als „Sondereinfluss“ zu deklarieren.



Während Unternehmen ihren Gewinn um die Restrukturierungskosten bereinigen, belassen sie jedoch die Erträge in Form von Effizienzgewinnen vollständig im Ergebnis. Dies erschwert die zeitliche Vergleichbarkeit der angepassten Gewinngrößen zusätzlich. Vergleichbarkeit ist dann nur gegeben, wenn sowohl Kosten als auch die daraus resultierenden Erträge bzw. eingesparten Kosten korrigiert werden.

Wertberichtigung

Eine Wertberichtigung (engl. Impairment) stellt eine außerplanmäßige Abschreibung eines Vermögenswerts dar. Beispiele für Wertberichtigungen sind außerplanmäßige Abschreibungen immaterieller Vermögenswerte (Goodwill, Patente, Lizenzen, Kundenbeziehungen) und außerplanmäßige Abschreibungen auf Sachanlagen.

Rund die Hälfte der Anpassungen weist eine Korrektur des Gewinns um Wertberichtigungen auf (54 von 104). Die durchschnittliche Anpassung des Vorsteuergewinns beträgt 913 Mio. Euro und stellt somit die größte aller Kategorien dar. Zusätzlich sind alle Anpassungen erwartungsgemäß positiv, d.h. der Gewinn wurde erhöht. Die größte Korrektur wurde von Bayer in 2018 mit 5,1 Mrd. Euro vorgenommen. Aber auch in den Vorjahren hat Bayer stets den angepassten Gewinn um Wertberichtigungen zwischen 1,5 Mrd. und 2,4 Mrd. Euro erhöht. Das Unternehmen mit den zweithöchsten Impairment-Anpassungen ist RWE. Hier wurden in 2013, 2015 und 2016 jeweils 1,4 Mrd., 2,1 Mrd. bzw. 4,3 Mrd. Euro aus dem Gewinn herausgerechnet. Des Weiteren nehmen Beiersdorf, Infineon und Merck ebenso regelmäßig Anpassungen ihres Gewinns auf Grund von Impairments vor.

Der kaufmännische Gedanke einer Abschreibung ist die periodengerechte Verteilung der Kosten einer Investition. Dies gilt sowohl für Sachwerte, immaterielle Vermögenswerte aber auch für durch Kaufpreisallokation entstandenen Goodwill. Unabhängig davon, ob die Abschreibung planmäßig oder außerplanmäßig ist, existiert stets eine vorherige Investition, durch welche das Kapital gebunden bzw. abgeflossen ist und dem Unternehmen nun nicht mehr zur Kapitalallokation zur Verfügung steht.

Werden Wertberichtigungen ignoriert, entsteht ein falsches Bild der Profitabilität.

Korrigieren Unternehmen ihre Kosten um Abschreibungen, belassen jedoch die anteilmäßigen Erträge der dahinterstehenden Investition voll im Ergebnis, so entsteht ein verzerrtes Bild der Profitabilität. Die Kosten für erwirtschaftete Erträge werden systematisch unterschätzt. Am deutlichsten wird dies bei Goodwill-Impairments. Goodwill entspricht dem Anteil des Kaufpreises einer Unternehmensübernahme, der nicht einem Vermögenswert zugeordnet werden konnte. Wird die Abschreibung des Goodwills nicht den durch



die Übernahme erwirtschafteten Erträgen gegenübergestellt, so stellt man die Übernahme günstiger dar, als sie tatsächlich war.

Zwar ist die periodengerechte Verteilung der Kosten einer Investition in immaterielle Güter und Goodwill erheblich schwerer durchzuführen und unterliegt subjektiven Annahmen, dennoch kann bei einer erfolgten Abschreibung nicht von einem Sondereffekt ausgegangen werden. Schließlich ist das Kapital gebunden und die Entscheidung, das Kapital in der Höhe zu binden, wurde vom Unternehmen bewusst getroffen.

Die Einmaligkeit einer Werteberichtigung kann gegeben sein, wenn ein Unternehmen bspw. nur sehr selten Zukäufe tätigt und dementsprechend sehr selten Goodwill-Impairments vornimmt. Aber auch in diesem Fall muss ökonomisch hinterfragt werden, ob eine über die Zeit verteilte Abschreibung statt dem Ignorieren der Kosten nicht zielführender wäre.

Es bleibt daher festzuhalten, dass es schwerfällt, der Argumentation Glauben zu schenken, dass derartige Wertberichtigungen Sondereffekte oder einmalige Effekte sind und daher nicht mit den erwirtschafteten Erträgen verrechnet werden sollten.

Rechtsstreitigkeiten

In 26 Fällen werden Rechtsstreitigkeiten als Begründung für die Bereinigung angegeben. Dahinter verbergen sich bspw. Verteidigungskosten oder erfolgswirksame Kosten und Erträge für das Aufbauen und Auflösen von Rückstellungen. Alle Fälle sind ausschließlich bei Bayer, der Deutschen Börse, Fresenius Medical Care, Fresenius sowie bei Henkel vorzufinden. Besonders Bayer weist diese mindestens seit 2008 durchgehend als Sondereffekte aus, Henkel durchgehend seit 2013. Im Schnitt beträgt die Bereinigung in den 26 Fällen 169 Mio. Euro, wobei die Einzelfälle zwischen 1,3 Mrd. Euro (Bayer in 2012) bis -237 Mio. Euro (Bayer in 2015) variieren. Bayer stellt ebenfalls in 2018 die größte Vorsteuergewinnanpassung mit 613 Mio. Euro dar.

Je nach Branche sind Rechtsstreitigkeiten zu erwarten und kein Sondereffekt.

Die Frage, ob es sich bei Rechtsstreitigkeiten um Sondereffekte handelt, hängt unter anderem stark von der Branche des Unternehmens ab. Beispielsweise legt die Regelmäßigkeit der Kosten bei Bayer nahe, dass es sich nicht um unvorhersehbare oder besondere Vorkommnisse handelt. Je nach Branche können Rechtskosten viel mehr als Teil des operationalen Risikos angesehen werden. Für Unternehmen der Pharma-Branche ist es beispielsweise nicht rational zu erwarten, dass Rechtsstreitigkeiten nicht regelmäßig auftreten werden.



Grund für eine Rechtsstreitigkeit ist ein vorgeworfener vorangegangener Regelverstoß, der im direkten Zusammenhang mit den Tätigkeiten des Unternehmens steht, bei dem eine andere Partei einen Schaden erlitten hat. Auf Unternehmensseite steht ein möglicherweise juristisch zu Unrecht erlangter Ertrag dem Schaden gegenüber, für den nun ein Ausgleich gefordert wird. Für eine ökonomisch korrekte Darstellung des Gewinns, sollten dem juristisch zu Unrecht erwirtschafteten Ertrag die Kosten der Rechtsstreitigkeit gegenübergestellt werden. Betrachtet man diese jedoch als Sondereffekte, so ähnelt der angepasste Gewinn der Kennzahl „Gewinn im rechtsfreien Raum“.

Wertveränderung von Finanzinstrumenten

Mit 14 Fällen stellt die Wertveränderung von Finanzinstrumenten die am seltensten vorkommende Kategorie dar. Neunmal tritt RWE damit in Erscheinung, viermal Fresenius und einmal E.ON. Eine Regelmäßigkeit der Richtung der Anpassung liegt nicht vor, da sie rund hälftig positiv und hälftig negativ ist. Der Durchschnitt liegt nahe null.

Unternehmen sind nach IFRS dazu verpflichtet, die Wertänderung bestimmter Finanzinstrumente erfolgswirksam darzustellen, auch wenn diese bislang nicht veräußert wurden. Bei Unsicherheiten über zukünftige Rohstoffpreise kommen beispielsweise Derivate zum Einsatz, bei denen es vorkommen kann, dass in Abhängigkeit des Preises des Underlyings zum Geschäftsjahresstichtag ein Wertgewinn entstanden ist, der jedoch bei Veräußerung bereits wieder verstrichen ist. Dies tritt bspw. bei RWE regelmäßig auf und stellt eine durchaus nachvollziehbare Form der Anpassung des Gewinns dar.

Wertänderung von Finanzinstrumenten können begründete Sonderfälle sein.

Sonstiges oder keine Angaben

Bei 70 Beobachtungen war es nicht möglich, die Anpassungen vollständigen übrigen Kategorien zuzuordnen, da zu einem Teil entweder keine Angaben gemacht wurden, die Gründe der Anpassungen nur gesammelt angegeben wurden oder die Anpassungen nicht den vorherigen Kategorien zugeordnet werden konnten. Im Schnitt beträgt die sonstige Vorsteuerergebnisanpassung 106 Mio. Euro und ist in 65 % der Fälle positiv.

Effekte auf Steuern, Finanzergebnis und Minderheitsanteile

Neben den diskutierten Vorsteuerergebnissen passen Unternehmen auch ihr Finanzergebnis um Sondereffekte an. Des Weiteren entsteht durch eine Anpassung eine fiktive Steuerbemessungsgrundlage von denen eine angepasste fiktive Steuerzahlung ermittelt wird. Wurde der Vorsteuergewinn durch eine Anpassung erhöht, so würde sich auch die fiktiv zu leistende Steuerzahlung



erhöhen. Ebenso müssen Anpassungen des Nachsteuergewinns, die auf Minderheitsanteile entfallen, korrigiert werden, um den angepassten Gewinn zu ermitteln, aus dem schließlich das bereinigte Ergebnis je Aktie berechnet werden kann. Während in 89 der 104 Fällen die aggregierten Effekte dieser Kategorie negativ ausfallen, sind sie in neun Fällen positiv und fünfmal neutral.

Fazit

Das Ergebnis je Aktie ist eine gern angepasste Kennzahl. Zielführend sind die Anpassungen meist jedoch nicht. Statt ein besseres Bild der Profitabilität zu geben, verzerren sie die Darstellung. Dabei liegt in manchen Fällen die Lösung auf der Hand. Anstatt immaterielle Vermögenswerte wie Goodwill unregelmäßig und in großen Brocken abzuschreiben, könnten regelmäßige Abschreibungen die Kosten einer Akquisition den Erträgen gegenüberstellen.



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. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** 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

© 2019 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* 30. August 2019