

16. Januar 2007, Neue Zürcher Zeitung

Anleger sollten mehr auf den Cashflow achten

Wenn Buchhaltungsregeln die Gewinnentwicklung verschleiern

Gewinnsteigerungen von Firmen beruhen auch auf geänderten Buchhaltungsregeln. Um die Ertragskraft abzuschätzen, sollten Anleger verstärkt auf den Cashflow fokussieren, empfiehlt eine Studie.

cei. Frankfurt, 15. Januar

Deutsche Firmen haben auch 2006 mehr verdient als im Vorjahr. Die höheren Gewinne der DAX-Unternehmen beruhen jedoch nicht nur auf betrieblichen Fortschritten. Auch die Umstellung der Rechnungslegung auf die neuen International Financial Reporting Standards (IFRS) hat «nachgeholfen». Für Anleger ist es aber wichtig, zu wissen, ob eine Firma wegen Änderungen bei den Buchhaltungsregeln einen höheren Überschuss erzielt oder weil sie ihre Ertragskraft gesteigert hat. Viele Banken raten derzeit zum Kauf von Aktien, da sie diese im historischen Vergleich als günstig bewertet sehen. Dabei argumentieren sie mit dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das derzeit für den DAX bei 13 liegt. Aktien gelten als umso billiger, je tiefer dieser Wert ist. Wenn man aber den Einfluss der geänderten Rechnungslegung herausfiltert, klettert das KGV auf 15, wie die Privatbank Sal. Oppenheim ermittelt hat. Dieser Wert entspricht gerade dem langjährigen Durchschnitt für den DAX.

Reingewinn wird stärker schwanken

Worauf soll nun der Aktionär achten, wenn er die Entwicklung «seiner» Firma beurteilen will? Sal. Oppenheim und der Betriebswirt Bernhard Pellens von der Ruhr-Universität Bochum empfehlen, das Hauptaugenmerk auf den operativen Cashflow zu legen, wie sie unlängst an einer Präsentation ausführten. Der operative Cashflow zeigt an, welche Mittel die Firma aus eigener Kraft erwirtschaftet hat. Dieses Geld kann dann für Investitionen, die Rückzahlung von Schulden oder Ausschüttungen an die Aktionäre eingesetzt werden. Gemäss der Untersuchung von Pellens und Sal. Oppenheim hat sich der ausgewiesene Gewinn je Aktie von 13 deutschen Industriekonzernen, die dem DAX angehören, zwischen 2001 und 2005 mehr als verdoppelt (vgl. Grafik). Wenn man dagegen auf den betrieblichen Cashflow je Aktie schaut, fällt das Wachstum mit jährlich 7% deutlich geringer aus. Die Cashflow-Rendite, also der Mittelzufluss im Verhältnis zum Börsenwert, ist seit dem Jahr 2003 stetig zurückgegangen. Aus dieser Warte haben sich Aktien verteuert.

Überzeichnet wird die Gewinnentwicklung der letzten Jahre durch die neue Praxis, wie in der Buchhaltung «Goodwill» behandelt wird. Der Goodwill entspricht dem Betrag, den ein Käufer einer Firma über den Wert aller Vermögenswerte hinaus bezahlt. Vor der Einführung der neuen IFRS-Regeln wurde er über mehrere Jahre abgeschrieben. Unter IFRS wird jedes Jahr die Werthaltigkeit des Goodwills überprüft und gegebenenfalls korrigiert. Wenn die Geschäfte gut laufen, so wie im Moment, entfällt die Abschreibung auf Goodwill. In schlechten Zeiten kann es dagegen zu einem grossen Abschreibungsbedarf kommen. Durch diese Neuerung werden die Firmenergebnisse stärker schwanken als früher.

Vergleichbarkeit schaffen

Der ausgewiesene Reingewinn wird aber nicht nur schwankungsanfälliger, auch die Vergleichbarkeit leidet unter den neuen Regeln, da zahlreiche Wahlmöglichkeiten bestehen. Das zeigt sich beim Umgang mit Pensionsverpflichtungen. Wenn die Zinsen sinken, wird es für Firmen teurer, ihren Pensionsverpflichtungen nachzukommen (und umgekehrt). Vor der Einführung der neuen Regeln verminderte dieser erwartete zusätzliche Aufwand den Gewinn. Jetzt kann die Firma die Veränderung der Verpflichtung auch direkt über eine Minderung des Eigenkapitals verbuchen. Um die Vergleichbarkeit zwischen den Firmen zu verbessern, schlägt Pellens vor, die gesamten Veränderungen des Eigenkapitals zu betrachten, was in der Literatur als «Comprehensive Income»

bezeichnet wird. Dazu zählen neben der Neubewertung von Pensionsverpflichtungen auch unrealisierte Gewinne und Verluste auf Wertpapieren oder Wechselkurseinflüsse.

Diese Positionen fallen durchaus ins Gewicht. Wenn man sie berücksichtigt, erhöhte sich das Eigenkapital der DAX-Firmen im Jahr 2005 um 70 Mrd. Euro und nicht nur um die 51 Mrd. Euro., die in der Gewinn- und Verlustrechnung der Firmen ausgewiesen werden. Die bessere Vergleichbarkeit hat jedoch ihren Preis: Das «Comprehensive Income» schwankt noch stärker als der unter IFRS ermittelte Reingewinn. Der Blick darauf erlaubt es dem Anleger aber, in der Firma schlummernde Risiken oder Reserven zu entdecken, die nicht über die Gewinn- und Verlustrechnung laufen. Damit hat Pellens für den Privatanleger folgende Faustregel parat: Die erste Priorität gehört bei Industriefirmen der Entwicklung des betrieblichen Cashflows. Besonders bei Banken und Versicherungen lohnt sich aber auch der Blick auf das «Comprehensive Income», weil das Eigenkapital stark von Einflüssen geprägt wird, die an der Gewinn- und Verlustrechnung vorbeigehen.

Diesen Artikel finden Sie auf NZZ Online unter: <http://www.nzz.ch/2007/01/16/bm/articleETSPM.html>

Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG