

Bilanzgestaltung dank Fusionen und Übernahmen

Die Suche nach den verborgenen Werten

Christoph G. Schmutz Heute, 8. Mai 2014, 05:30



Das Atrium der Firmenzentrale von Johnson & Johnson in New Jersey (USA). (Bild: Keystone)

Zusammenschlüsse geben den beteiligten Firmen Spielraum zum Gestalten ihrer Bilanzen. Das Beispiel Synthes zeigt, dass Firmen den schlecht kontrollierbaren Goodwill eher meiden und lieber immaterielle Vermögenswerte in die Bilanz nehmen.

Zu Übernahmen und Fusionen gehört immer auch eine Art «Schatzsuche» hinter den Kulissen. Diese erreicht ihren Höhepunkt, sobald Eigentümer und Behörden ihr Plazet zur Transaktion gegeben haben. Dabei geht es um die Suche nach aktivierbaren Vermögenswerten, welche die beteiligten Unternehmen bisher noch nicht in der Bilanz zeigen durften.

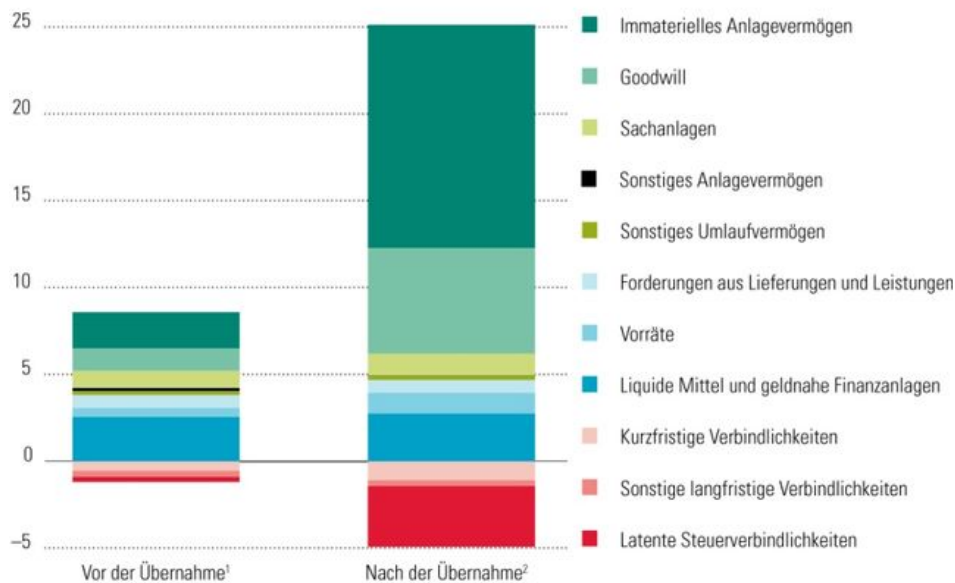
«Zu hoher» Kaufpreis

Ob bei den Industriekonzernen GE und Alstom, bei den Zementproduzenten Holcim und Lafarge oder den Pharmagesellschaften Pfizer und AstraZeneca: Der Kaufinteressent bietet meist einen Preis, der weit über dem Buchwert des zu verkaufenden Unternehmens liegt. Dabei entspricht der Buchwert vereinfacht gesagt jeweils dem Eigenkapital einer Firma.

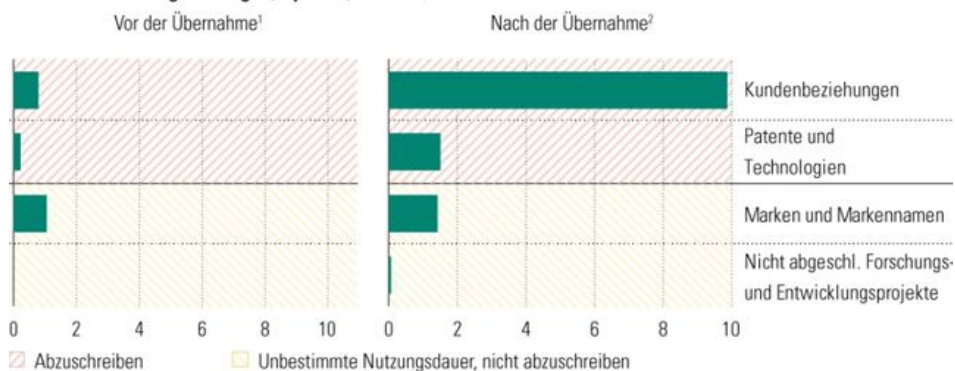
Alstom hatte per Ende September 2013 rund 5 Mrd. € Eigenkapital. Davon können grob geschätzt 4 Mrd. € dem Energiegeschäft zugeordnet werden. GE ist bereit, dafür 12 Mrd. € zu bezahlen. Lafarge hatte per Ende 2013 rund 17 Mrd. € Eigenkapital. Bei einem Kurs der Holcim-Aktien von 66 € Anfang Mai läge der von Holcim angebotene Kaufpreis für Lafarge bei 19 Mrd. €. Für das britische Unternehmen AstraZeneca legt die amerikanische Gesellschaft Pfizer eine Offerte von 106 Mrd. \$ vor. Als Gegenleistung hätte die Firma per Ende des vergangenen Jahres aber «nur» 23 Mrd. \$ Eigenkapital erhalten.

Wie Johnson & Johnson die Synthes-Bilanz nach der Übernahme verlängerte

Die Bilanz von Synthes, in Mrd. \$



Immaterielles Anlagevermögen, Synthes, in Mrd. \$



¹ Letzte veröffentlichte Synthes-Bilanz (31. 12. 2011)

² Die Synthes-Bilanz zum Übernahmezeitpunkt (14. 6. 2012), nach Zuordnung des Kaufpreises (Stand: 30. 6. 2013)

QUELLE: EIGENE GESTALTUNG; SYNTHES, JOHNSON & JOHNSON

NZZ-INFOGRAFIK / cke

Warum bezahlen die Käufer für ein Unternehmen mehr, als es gemäss der Rechnungslegung wert ist? Grundsätzlich spiegelt die Börsenkapitalisierung einer Firma die Zukunftshoffnungen der Anleger mit Blick auf die künftige Gewinnkraft des Unternehmens. Diese Erwartungen sind aber in der Rechnungslegung nur zum Teil abgebildet. Daraus erklärt sich meist der grösste Teil der Differenz.

Immaterielle Werte im Fokus

Darüber hinaus geht es meist auch darum, dass zusätzliche Vorteile, meist Synergien, aus der Kombination von eingekauftem und bereits im Unternehmen befindlichem Geschäft vermutet werden. Die Unternehmensspitzen glauben also, dass der ergänzte Konzern mittelfristig mehr Gewinn erwirtschaftet, als die Summe der beiden unabhängigen Einzelteile dies könnten. Weitere mögliche Gründe für eine höhere Bewertung sind das Ausschalten eines Konkurrenten oder die Integration von wichtigem Know-how.

Dazu kommt aber noch ein buchhalterisches Problem. Kauft eine Firma für 100 Fr. einen Gegenstand, dessen Wert aus der Sicht der Rechnungslegung nur bei 80 Fr. liegt, dann stellt sich die Frage, was mit der «Lücke» von 20 Fr. zu tun ist. Das

internationale Regelwerk zur Rechnungslegung (IFRS) und die entsprechenden amerikanischen Normen (US-GAAP) verlangen, dass auch diese «Lücke» in den Büchern des Konzerns als Vermögenswert ausgewiesen wird.

Mit anderen Worten: Der Käufer kann nicht argumentieren, den «Mehrpreis» könne man vergessen, sondern er muss, stark vereinfacht gesagt, den gesamten Preis von 100 Fr. in der Bilanz der gekauften Gesellschaft «unterbringen». Auch die 20 Fr. sind also irgendwie auszuweisen.

Die Regeln zur Rechnungslegung verlangen ferner, dass alle identifizierbaren Vermögenswerte und Schulden des gekauften Unternehmens wenn möglich zu Marktwerten eingestuft werden. Die Firmen müssen also einerseits überprüfen, ob die bereits bilanzierten Aktiven und Passiven richtig dargestellt sind. Andererseits müssen sie der Frage nachgehen, ob es ausserhalb der Bilanz noch Dinge gibt, die neu in die Bücher aufzunehmen wären. Dadurch soll die «Lücke» von 20 Fr. möglichst geschlossen werden.

Typischerweise handelt es sich bei den Posten, die man «draussen» finden und neu in die Bilanz einbringen kann, um immaterielle Vermögenswerte, beispielsweise um Wissen über Kunden, Märkte oder Technologien. Kommen diese etwa durch eine Firmenübernahme in den Konsolidierungskreis, dann ist die Hürde, sie neu auch in der Bilanz aufzuführen, wesentlich niedriger, als wenn es sich um eine Eigenkreation handelt. Erfindet ein Unternehmen selber etwas, beispielsweise einen Markennamen, so ist es überaus schwierig, zumindest die dabei aufgelaufenen Kosten als Vermögenswert zu aktivieren. Findet man aber einen Käufer für diese Marke, so ist plötzlich eine Marktbewertung vorhanden, und dieser Marktwert darf dann beim Käufer in die Bilanz gebucht werden.

Zwei Optionen für die Käufer

Wie würden die betroffenen Firmen die Differenz zwischen Kaufpreis und Buchwert wohl bilanzieren, die bei **GE** 8 Mrd. €, bei **Holcim** 2 Mrd. € und bei **Pfizer** 83 Mrd. \$ ausmachen? Sie haben im Wesentlichen zwei Optionen: Erstens werden sie sondieren, wie viel sie als immaterielle Vermögenswerte darstellen können, zweitens bleibt die Verbuchung als Goodwill. Zu den immateriellen Vermögenswerten zählen Marken, Patente, Software, Lizenzen, Designs, Rezepte und Kundenbeziehungen. Der Goodwill ist als Lückenbüsser sozusagen negativ definiert, das heisst, er umfasst jeweils «den Rest».

Würden also im obengenannten Beispiel zusätzliche immaterielle Vermögenswerte im Wert von 15 Fr. identifiziert, dann läge der Goodwill bei 5 Fr., der Differenz zwischen 20 Fr. und 15 Fr. Der Goodwill ist also gewissermassen der Joker, mit dem sich die Lücke zwischen Buchwert und Kaufpreis schliessen lässt. Damit ist zum Vornherein sichergestellt, dass die Firmen den gesamten Kaufpreis, wie von der Rechnungslegung gefordert, in der Bilanz «unterbringen». Und Goodwill ist zugleich eine Verpflichtung in dem Sinn, dass der Käufer diesen höheren Bilanzwert durch sein künftiges Wirtschaften dann auch rentabilisieren muss.

Der Fall Synthes

Welche Wirkungen eine Akquisition auf die Bilanz des Käufers haben kann, zeigt sich etwa im [Fall des amerikanischen Gesundheitskonzerns Johnson & Johnson \(J&J\)](#), der 2012 die Schweizer Medizinaltechnik-Firma Synthes übernommen hat. Interessant sind nicht nur die Expansionswirkungen, sondern auch der Vorgang der Aufteilung des über den Buchwert hinaus bezahlten Betrags. Dieser «Purchase-Price-Allocation» genannte Prozess ist zwar detailliert geregelt, lässt aber den Unternehmen trotzdem einen erheblichen Ermessensspielraum.

Stützt man sich auf die letzte von der «alten» Synthes als unabhängige Firma veröffentlichte Bilanz, dann war der Schweizer Konzern Ende 2011 gut 7 Mrd. \$ wert. J&J war aber bereit, dafür 20 Mrd. \$ zu bezahlen. Das bildet die Bilanz vom 14. Juni 2012, dem Zeitpunkt des Kaufes, ab. In dem dazwischenliegenden knappen halben Jahr hat sich der buchhalterische Wert von Synthes zwar erhöht, da die Firma Gewinn erwirtschaftete. Dieser Effekt macht jedoch grob geschätzt lediglich 0,5 Mrd. \$ bis 1 Mrd. \$ aus.

J&J musste beim «Hereinnehmen» von Synthes also rund 13 Mrd. \$ im Wesentlichen zwischen neu zu aktivierenden (immateriellen) Vermögenswerten und Goodwill aufteilen. Die Käuferpartei wies dabei mit 9 Mrd. \$ den Löwenanteil davon der Kategorie «Kundenbeziehungen» zu (vgl. Grafik). Man berechnete dazu aufgrund der Kundenkartei von Synthes und der aus historischen Daten ermittelten Kundentreue sowie den künftig zu erwartenden Einnahmen pro Kunde den zu bilanzierenden Vermögenswert. Die daraus resultierende Summe belief sich eben auf die erwähnten 9 Mrd. \$ (vgl. Grafik).

Berücksichtigt man dazu die erhöhten latenten Steuerverbindlichkeiten – die aufgrund der veränderten steuerlichen Struktur des Konzerns entstanden –, blieben knapp 5 Mrd. \$ übrig, die dem Goodwill zugeschlagen wurden. Man darf annehmen, dass bei der Ermittlung des immateriellen Vermögens möglichst die Ermessensspielräume «nach oben» genutzt wurden. Gerade die Berechnung des Wertes von Kundenbeziehungen basiert auf Modellen mit zahlreichen Annahmen. Ferner ist es weitgehend den Unternehmen überlassen, wie hartnäckig sie immaterielle Vermögenswerte suchen und wie «aggressiv» sie diese aktivieren.

Unbeliebter Goodwill

Glaut man einer Studie aus den USA von der Investmentbank Houlihan Lokey, dann liegt die im Fall von J&J erkennbare Bevorzugung von immateriellen Vermögenswerten gegenüber dem Goodwill durchaus im Trend. Laut den Befunden stieg nämlich der Anteil des Kaufpreises, der den immateriellen Vermögenswerten zugewiesen wurde, 2012 im Vergleich zum Vorjahr um 6 Prozentpunkte auf eine Quote von 32%. Die Ergebnisse beruhen auf der Auswertung von über 500 Übernahmen und Fusionen (ohne Finanzinstitute) in den USA. Demgegenüber sank 2012 der Anteil des Goodwills am Kaufpreis auf 31%, gegenüber 38% im Vorjahr.

Dies ist durchaus nachvollziehbar, wenn man sich die unterschiedlichen Konsequenzen vergegenwärtigt, die immaterielle Vermögenswerte und Goodwill auf die Firmenbilanz und insbesondere auf die Erfolgsrechnung haben. Ein Teil der immateriellen Vermögenswerte sind über die Zeit hinweg abzuschreiben. Das

bedeutet, dass sie mittelfristig wieder aus der Bilanz verschwinden, und dies in jährlich gleich grossen, berechenbaren Portionen. Die Kundenbeziehungen von Synthes etwa dürften über die auf 22 Jahre geschätzte Lebensdauer abgeschrieben werden. Das entspräche einem Betrag von jeweils gut 400 Mio. \$ pro Jahr.

Demgegenüber dürfen der Goodwill und einzelne spezielle immaterielle Vermögenswerte nicht regelmässig abgeschrieben werden. Vielmehr gilt die Regel, dass sie im Prinzip «ewig» sind, dass aber mindestens einmal im Jahr deren Werthaltigkeit überprüft werden muss. Ist der bilanzierte Betrag so hoch, dass er mit der wirtschaftlichen Tätigkeit nicht mehr gerechtfertigt werden kann, muss dies korrigiert werden, die Differenz muss über die Erfolgsrechnung ausgebucht werden.

Ein solches «Impairment» ist das Eingeständnis, dass der Goodwill zu hoch angesetzt war. Und eine derartige Korrektur beeinflusst wie ein kleiner Schock wichtige finanzielle Kennzahlen eines Konzerns. Damit unterliegt die Firma aber Unwägbarkeiten, die sie möglichst zu vermeiden sucht. Denn solche ausserordentlichen Wertberichtigungen fallen typischerweise in schlechten Zeiten an, in denen das Unternehmen sowieso schon unter Druck ist.

Lafarge mit Potenzial

Wie viel an ungehobenem Potenzial bei den Firmen vorhanden ist, die an den jüngst publik gewordenen Transaktionen beteiligt sind, ist noch unklar. Die entsprechenden Berechnungen sind entweder noch nicht gemacht oder noch nicht publiziert. Was Lafarge betrifft, wäre es wenig überraschend, wenn im Bereich der immateriellen Vermögenswerte das eine oder andere Schmuckstück auftauchen würde. Das französische Zementunternehmen gilt als stark auf Forschung und Entwicklung fokussiert. So hat Lafarge 2013 in diesem Bereich knapp 150 Mio. Fr. ausgegeben (Holcim: 74 Mio. Fr.). Die Gesellschaft betreibt in der Nähe von Lyon das nach eigenen Angaben grösste Forschungszentrum für Baustoffe und hat im vergangenen Jahr über 100 neue Patentanträge eingereicht.

Für die amerikanischen Firmen erscheint die J&J-Strategie durchaus interessant. Durch die Zuweisung möglichst hoher Summen zu den immateriellen Vermögenswerten wird der Anteil des riskanteren oder weniger geliebten Goodwills verkleinert. Ferner sorgen die Abschreibungen auf den immateriellen Posten dafür, dass gewissermassen kontrolliert Jahr für Jahr «Luft aus der Bilanz abgelassen» werden kann.
