

Machen EPS Investoren glücklich?

Bereinigte und vergleichbare Unternehmensergebnisse

Von Ralf Frank, Geschäftsführer, DVFA

Der Gewinn je Aktie, oder neudeutsch Earnings per Share (EPS), gilt seit langem als eine der Hauptkennzahlen in der Unternehmensbewertung. Ziel jeder Unternehmensbewertung ist, die Ertragskraft des Unternehmens festzustellen, oder, wie es sich in den Bilanzen so schön liest, das „Ergebnis aus gewöhnlicher Geschäftstätigkeit“, also aus der wiederkehrenden operativen Tätigkeit, herauszufinden. Aber was versteht man nun unter gewöhnlich und operativ? Und lassen sich Gewinnkennzahlen verschiedener Unternehmen verschiedener Branchen, die womöglich noch nach unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards erstellt wurden, vergleichen?

Gewöhnliche Geschäftstätigkeit

Gewinne aus Wertpapiergeschäften, Verkäufe von Immobilien oder Restrukturierungsaufwendungen werden gemeinhin nicht zu den operativen Tätigkeiten gezählt, es sei denn, es handelt sich um ein Bankhaus oder eine Immobiliengesellschaft. Bei einem Automobilhersteller hingegen gehören Spekulationsgewinne definitiv nicht zu den wiederkehrenden („non-recurring“) Posten. Entscheidend ist die von Analysten zugrunde gelegte Definition des Kerngeschäfts.

Diverse Schwierigkeiten für Analysten

Bei der Bestimmung des EPS sehen sich Analysten mit der Problematik konfrontiert, die sog. Non-recurring Items in der Berichterstattung des Unternehmens zu identifizieren. Da es keinen standardisierten Katalog von Sondereinflüssen gibt, sind die Finanzanalysten gezwungen, sich auf publizierte Unternehmensdaten zu verlassen oder eigene Annahmen zu treffen. Dann kommt die Frage nach der Wiederkehr: Wie werden periodische Sondereinflüsse, wie Produktentwicklungs- oder Restrukturierungsaufwendungen, behandelt, die nicht jährlich, aber durchaus wiederholt vorkommen können? Wie wesentlich sind die Sondereinflüsse; ab welchem Schwellenwert werden sie in die Gewinnbereinigung aufgenommen, wo liegt die Grenze? Wie definiert sich nicht-wesentlich? Auch ist es schwer, die von den Unternehmen in der Regel im Anhang des Geschäftsberichts genannten Sondereinflüsse den jeweiligen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung zuzuordnen, um bereinigte Aufwands- und Ertragsgrößen für die Prognose zu gewinnen.



Ralf Frank

Gute Gründe für eine Vereinheitlichung

Für Investoren ist wichtig, dass EPS verschiedener Unternehmen vergleichbar und damit benchmarkfähig sind. Das bedeutet, dass die Ermittlungsschritte zur Berechnung von EPS, also welche Einflüsse und Sondereinflüsse einbezogen bzw. abgezogen wurden, dem Investor bekannt sein müssen, andernfalls lassen sich unterschiedliche Unternehmen nicht nachhaltig miteinander vergleichen. Daher ist es einleuchtend, dass ein Verfahren, das die Erstellung eines EPS vereinheitlicht, einen sinnvollen Beitrag zu einer transparenteren Finanzberichterstattung leisten kann. Institutionelle Investoren arbeiten häufig mit einer Vielzahl von Finanzanalysten verschiedenster globaler oder nationaler Brokerhäuser zusammen und müssen sich zwangsläufig mit einer Fülle von EPS-Ermittlungsansätzen auseinandersetzen. Sie sind für jegliche Form der Standardisierung dankbar. Es liegt auf der Hand, dass sich ein Berufsverband wie die DVFA dem Thema Standardisierung von Verfahren verpflichtet sieht und Bemühungen, eine Art Standard für die Bereinigung von Ergebnissen als Industriestandard zu erarbeiten, unterstützt – und zwar erst recht, wenn einschlägige Erfahrungen mit einem Standard zur Ergebnisermittlung vorhanden sind: Das Ergebnis je Aktie nach DVFA/SG („DVFA-Ergebnis“) wurde in den letzten 20 Jahren praktisch von allen großen deutschen Unternehmen berichtet. Mit dem Übergang zu IFRS nahm die Bedeutung des DVFA-Ergebnisses ab – nahe liegend: In einer Kapital-

marktwelt, in der das HGB keine Rolle mehr spielt, ist das HGB-basierte DVFA-Ergebnis in der Praxis ebenfalls bedeutungslos. Was bleibt, ist der Bedarf nach einer Vereinheitlichung der Ermittlungsschritte eines EPS.

Ein DVFA-Ergebnis nach IFRS?

In einem Feldversuch hat ein Gremium der DVFA 2006 das DVFA-Ergebnis zunächst auf IFRS-Basis weiterentwickelt. Dazu wurden die Ergebnisse von 15 DAX-Unternehmen berechnet und zum Teil signifikante Differenzen zu den von den Unternehmen berichteten Ergebnissen festgestellt. Anhand der Berechnungen konnten wichtige Erkenntnisse für eine Standardisierung gewonnen werden. Die vollständige Ergebnisbereinigung umfasst neben den nach IFRS oder US-GAAP gesondert anzugebenden außergewöhnlichen Erfolgsbestandteilen auch diejenigen aus der Änderung von Wertansätzen und anderen nicht regelmäßig wiederkehrenden Sachverhalten. Hierzu gehören beispielsweise¹⁾:

- ◆ Abschreibungen auf Forderungen und sonstiges Vermögen mit der Ausnahme von pauschalierten Wertberichtigungen für Delkredere-Risiken,
- ◆ Erträge aus Zuschüssen, die nicht mit entsprechenden Aufwendungen korrespondieren,
- ◆ Aufwendungen aus größeren Schadensfällen, die nicht durch Versicherungen gedeckt werden,
- ◆ Aufwendungen aus Arbeitskämpfen, aber auch etwaige Vorteile aus Streiks bei unmittelbaren Wettbewerbern,
- ◆ Aufwendungen/Erträge aus nachträglichen Veränderungen von Pensionsplänen,
- ◆ Aufwendungen aus Firmenjubiläen,
- ◆ einmalige Vertriebsaufwendungen z. B. für die Erschließung neuer Märkte,
- ◆ Aufwendungen aus wesentlichen Umstellungen der Distributionssysteme,
- ◆ Aufwendungen für Börseneinführung oder Eigenkapitalbeschaffung,
- ◆ periodenfremde Ertragsteuern wie Steuernachzahlungen, Steuererstattungen, aber auch Anpassungen latenter Steuersätze und Steuereffekte aus der Ausschüttung von Rücklagen.

Die Veröffentlichung des Konzepts im Oktober 2006 wurde vom Kapitalmarkt positiv aufgenommen und erzeugte viel Feedback. Eine häufig geäußerte Anregung von Investment Professionals war, dass das bereinigte Ergebnis unter IFRS besser und nachhaltiger etabliert werden könne, wenn man eine Art Empfehlung zur standardisierten Ergebnisbereinigung auf einer europäischen Ebene etablieren könnte. Daher ist geplant, gemeinsam mit weiteren Verbänden der EFFAS, dem europäischen Dachverband der DVFA, ein bereinigtes IFRS-Ergebnis zu entwickeln, das als Standard im europäischen Kapitalmarkt verankert werden kann.

¹⁾ Vgl. im Einzelnen: Arbeitskreis DVFA/Schmalenbach-Gesellschaft: Empfehlungen zur Ermittlung prognosefähiger Ergebnisse in „Der Betrieb“ 2003, S. 1913 ff.



INVESTOR RELATIONS WORKSHOP „MANAGING EXPECTATIONS“

Was Analysten und Investoren wirklich wissen wollen

20. Juni/19. September/19. November 2007, Frankfurt am Main

Die DVFA bietet in Kooperation mit dem DIRK (Deutscher Investor Relations Verband) IR-Verantwortlichen in einem Tages-Workshop die Gelegenheit, sich anhand von Beispielen und realen Fällen mit Vertretern der Hauptzielgruppe der IR – Analysten und institutionellen Anlegern – auseinanderzusetzen und aus erster Hand zu erfahren, auf welche Themen und Sachverhalte Finanzanalysten und Investoren das Hauptaugenmerk richten. Es geht dabei nicht um Vermittlung von theoretischem Wissen, sondern um den direkten Dialog und Erfahrungsaustausch mit der Zielgruppe.



DVFA-ANALYST MEETINGS 2007

5th SCC_ - Small Cap Conference

27.-29. August 2007, Frankfurt am Main

4th SEQ_ - Smart Equities Conference

4.-5. Dezember 2007, Frankfurt am Main

DVFA-POSTGRADUIERTEN-AUSBILDUNGEN 2007

ISSP® Investment Spezialist für Strukturierte Produkte

18.-23. Juni 2007, Frankfurt am Main

CREA® Certified Real Estate Investment Analyst

Start: 23. August 2007, Frankfurt am Main

CIIA® Certified International Investment Analyst

Start: 30. August 2007, Frankfurt am Main

CIWM® Certified International Wealth Manager

Start: 30. August 2007, Frankfurt am Main

CCrA® Certified Credit Analyst

Start: 4. Oktober 2007, Frankfurt am Main

Änderungen vorbehalten.