

# Earnings per share – eine Universalkennzahl?

„DVFA-Ergebnis“ soll zu „Value-based Earnings VBE“ weiterentwickelt werden

Von Ralf Frank \*)

Börsen-Zeitung, 11.5.2007

Entscheidend für Investoren bei der Beurteilung der Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens ist, dass der Gewinn verschiedener Unternehmen vergleichbar ist. Doch lassen sich die Gewinnkennzahlen von Unternehmen verschiedener Branchen, womöglich nach verschiedenen Rechnungslegungsstandards erstellt, problemlos vergleichen?

Für die Ermittlung der präzisesten Gewinn-je-Aktie-Schätzung im Rahmen des AktienAnalystenAward der Börsen-Zeitung werden Daten aus I/B/E/S herangezogen. Finanzanalysten, die ein Unternehmen covern, geben ihre Schätzungen zum EPS (Earnings-per-Share) in die Spezialdatenbank I/B/E/S ein, wo aus der Summe der abgegebenen Schätzungen ein Consensus entwickelt wird, der Investoren zur Orientierung dient.

Nach wie vor gilt das EPS als eine der wesentlichen Kennzahlen für die Unternehmensbewertung. Ziel der Bewertung eines Unternehmens ist die Feststellung seiner Ertragskraft aus operativer Tätigkeit, d.h. Gewinne und Verluste, die aus gewöhnlichen – im Sinne von wiederkehrenden – Ertragsquellen resultieren. Entscheidend ist dabei die Definition dessen, was als gewöhnlich, operativ oder wiederkehrend identifiziert wird: Gewinne aus Wertpapiergeschäften, Verkäufe von Immobilien oder Restrukturierungsaufwände werden gemeinhin nicht zu den operativen Tätigkeiten gezählt. Entscheidend für die Beurteilung der Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens ist die von Analysten zugrunde gelegte Definition des Kerngeschäfts eines Unternehmens. Ein aktuelles Beispiel: Bei einem Warenhauskonzern dürften Gewinne aus Spekulationen mit Immobilien zu den nichtoperativen, da nicht (häufig) wiederkehrenden Posten („non-recurring items“) einer Gewinnermittlung zählen, da das operative Geschäft aus dem Verkauf von Waren, nicht der Aktiva, besteht. Verändert der Warenhauskonzern sein Geschäftsmodell durch Zukäufe und ergänzt sein Portfolio an Tätigkeiten durch Tourismusangebote und Versandhandel, kann das bereits Einfluss auf operative Strömungsgrößen in der Ermittlung des EPS haben. Ändert der Konzern seine Struktur, indem eine Holding die Geschäftstätigkeiten als Portfolio von Investitionen betrachtet, vergleichbar mit der Vorgehensweise von Private-Equity-Investoren, so können aus Gewinnen aus Spekulationen mit Immobilien durchaus Recurring Items werden, die dem opera-

tiven Gewinn zuzurechnen sind. Unternehmen, die aus eigener Kraft, d.h. aus ihrem Kerngeschäft heraus, Renditen erwirtschaften, dürften auch in Zukunft in der Lage sein, in Mitarbeiter, in Forschung und Entwicklung, in Hightech zu investieren. Entscheidend für Investoren ist dabei, dass EPS verschiedener Unternehmen synchron und diachron vergleichbar und damit benchmarkfähig sind. Konkret bedeutet es, dass die Ermittlungsschritte zur Berechnung von EPS, d.h., welche Einflüsse und Sondereinflüsse einbezogen bzw. abgezogen wurden, dem Investor zumindest bekannt sein müssen. Andernfalls lassen sich unterschiedliche Unternehmen nicht nachhaltig miteinander vergleichen, und selbst beim Vergleich der Performance eines Unternehmens über mehrere Perioden können sich signifikante Brüche ergeben.

## Zahlreiche Beschwerlichkeiten

Für Finanzanalysten beginnt die Bestimmung des EPS mit der Beschwerlichkeit, dass Non-recurring Items in der Berichterstattung des Unternehmens identifiziert werden müssen. Da es keinen standardisierten Katalog von Sondereinflüssen gibt, sind Finanzanalysten und Investoren gezwungen, sich auf Unternehmensdaten zu verlassen oder sich ein eigenes Netz von Annahmen zu bauen. Weitere Beschwerlichkeiten haben mit der Feststellung der Wiederkehr zu tun: Wie werden periodische Sondereinflüsse wie Produktentwicklungsaufwendungen oder Restrukturierungsaufwendungen behandelt, die nicht jährlich, aber durchaus periodisch und damit wiederholt vorkommen können? Last but not least stellt sich die Frage nach der Wesentlichkeit der Sondereinflüsse: Ab welchem Schwellenwert werden Sondereinflüsse in die Gewinnbereinigung aufgenommen?

Die dritte Schwierigkeit betrifft die Festlegung der Grenze zwischen den zu separierenden wesentlichen Sondereinflüssen und denjenigen, die auf Grund untergeordneter Bedeutung nicht ausgeschaltet werden müssen. Die Definition dessen, was als nicht wesentlich im Sinne von untergeordneter Bedeutung anzusehen ist, muss sicher auch im Zusammenhang mit der Projektionsmöglichkeit und -genauigkeit der regelmäßig wiederkehrenden Größen gesehen werden.

Die vierte Schwierigkeit besteht schließlich darin, die von den Unternehmen in der Regel außerhalb des Jahresabschlusses genannten Sondereinflüsse den jeweiligen Positionen der Gewinn- und Verlustrech-

nung zuzuordnen, um bereinigte Aufwands- und Ertragsgrößen für die Prognose zu gewinnen.

Es ist einleuchtend, dass ein Verfahren, das die Erstellung eines EPS vereinheitlicht, einen sinnvollen Beitrag zur Transparenz der Finanzberichterstattung leisten kann. Die Geschäftsbeziehungen zwischen Sell-Side-Analysten und ihren Kunden, den institutionellen Investoren, sind wie noch nie zuvor von einem hohen Wettbewerbsdruck und einem Überangebot von Researchdaten geprägt. Institutionelle Investoren können aus einem Überangebot von Research auswählen und arbeiten nicht selten mit einer Vielzahl von Finanzanalysten verschiedenster globaler oder nationaler Brokerhäuser zusammen. Es versteht sich, dass sie sich zwangsläufig mit einer Fülle von EPS-Ermittlungsansätzen auseinandersetzen müssen und für jegliche Form der Standardisierung dankbar sind.

Es versteht sich auch, dass sich ein Berufsverband wie die DVFA dem Thema Standardisierung von Verfahren verpflichtet sieht und Bemühungen, einen Industriestandard für die Bereinigung von Ergebnissen zu erarbeiten, grundsätzlich unterstützt. Noch dazu, wenn einschlägige Erfahrungen mit einem Standard zur Ergebnisermittlung vorhanden sind: das Ergebnis je Aktie nach DVFA/SG („DVFA-Ergebnis“) war in den achtziger und neunziger Jahren das Berechnungsschema für ein von Sondereinflüssen bereinigtes Jahresergebnis. DVFA-Ergebnisse wurden praktisch von allen großen deutschen Unternehmen berichtet, und DVFA-Experten überprüften die vom Unternehmen ermittelten Sondereinflüsse. Mit der Transition nach IFRS, bei Unternehmen mit einem dualen Listing in den USA auch US-GAAP, nahm die Bedeutung des DVFA-Ergebnisses ab. In einer Kapitalmarktwelt, in der HGB praktisch keine Rolle mehr spielt, ist das HGB-basierte DVFA-Ergebnis ebenfalls praktisch bedeutungslos.

Was bleibt, und hier setzt eine Initiative der DVFA an, ist der Bedarf nach einer Vereinheitlichung der Ermittlungsschritte eines EPS.

Im vergangenen Jahr hat ein Gremium der DVFA das DVFA-Ergebnis zunächst in einem Feldversuch auf IFRS-Basis weiterentwickelt. Dazu wurden die Ergebnisse von 15 Dax-Unternehmen „durchgerechnet“ und zum Teil signifikante Differenzen zu den von den Unternehmen berichteten Ergebnissen festgestellt. Anhand der Berechnungen der als „Value-based Earnings VBE“ (Arbeitstitel) bezeichneten Ergebnisse konnten wichtige Erkenntnisse für eine Standardi-

sierung 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 beispielsweise:

- Abschreibungen auf Forderungen und sonstiges Vermögen mit der Ausnahme von pauschalierten Wertberichtigungen für Delkredererisiken,
- Erträge aus Zuschüssen, die nicht mit entsprechenden Aufwendungen korrespondieren,
- Aufwendungen aus größeren Schadensfällen, die nicht durch Versicherungen gedeckt werden,
- 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 (vgl. im Einzelnen: Arbeitskreis DVFA/Schmalenbach-Gesellschaft: Empfehlungen zur Ermittlung prognosefähiger Ergebnisse, in: „Der Betrieb“ 2003, S. 1913 ff.).

Die Erstveröffentlichung des Konzepts der VBE im Oktober 2006 hat positive Resonanz im Kapitalmarkt erzeugt; die DVFA und die Mitglieder der Expertgroup haben viel Feedback aus dem Markt bekommen. Eine häufig geäußerte Anregung von Investment Professionals war u.a., dass VBE auf einer europäischen Ebene als eine Art Empfehlung zu einer standardisierten Ergebnisbereinigung unter IFRS besser und nachhaltiger etabliert werden können. Aus diesem Grund ist geplant, VBE zukünftig gemeinsam mit weiteren Verbänden der Efas, des europäischen Dachverbands der DVFA, weiterzuentwickeln. Ziel ist es, VBE als Standard im europäischen Kapitalmarkt zu verankern. Geplant ist u.a., anhand der Ergebnisrechnung für spezifische Sektoren den Erkenntnisgewinn von VBE in einem europäischen Kontext zu verdeutlichen.

\*) Ralf Frank ist Geschäftsführer der DVFA