

Ergebniswirrwarr

Der Gewinn ist die entscheidende Größe bei der Aktienbewertung. Doch es gibt so viele Methoden für seine Berechnung, dass kaum jemand mehr durchblickt. Experten fordern daher einen verbindlichen Standard **VON T. ENGELBRECHT UND M. KEMPF**

Wer wissen will, ob eine Aktie über-, unter- oder fair bewertet ist, für den zählt vor allem eines: Wie viel Gewinn macht das Unternehmen? Denn in zahlreichen Bewertungskennziffern wie Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist der Gewinn elementarer Bestandteil. Doch so simpel die Gewinnermittlung scheint, so kompliziert stellt sie sich mitunter in der Realität dar.

So nahm Ende der 90er Jahre, als zusätzlich zu den Megafusionen die Dot.Coms wie Pilze aus dem Boden schossen, die Zahl der Gewinnermittlungsmethoden rasant zu. Ergebnis: Kaum jemand blickt mehr durch angesichts der Vielzahl von Messmethoden (siehe Tabelle). Fatal auch, dass das angeschlagene Vertrauen nach Skandalen wie Enron und Worldcom bei diesem Ergebniswirrwarr kaum zurückgewonnen werden kann.

„Die fehlende Gewinnklarheit ist die Achillesferse der Aktienmärkte“, so Jörg Krämer, Chefvolkswirt und Leiter der Strategie bei Invesco Asset Management. Abby Cohen, Leiterin der US-Strategie bei Goldman Sachs: „Bedenken hinsichtlich der Datenqualität haben das Vertrauen untergraben.“ Das Financial Accounting Standards Board (FASB), in den USA verantwortlich für die Bilanzierungsstandards, solle daher „schnell eine verbindliche Definition von ‚Gewinn pro Aktie‘ schaffen“.

So errechnen sich für alle S&P-500-Firmen für das Jahr 2001 Pro-forma-Gewinne von 416 Mrd. \$, auf Basis der Jahresergebnisse nach Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) ein Plus von 183 Mrd. \$. „Nach dem neuen Core-Earnings-Konzept von Standard & Poor's ergeben sich lediglich 164 Mrd. \$“, so James Montier, globaler Aktienstrategie bei Dresdner Kleinwort Wasserstein. Auf Unternehmensebene sind die Differenzen zum Teil noch gravierender. Beispiel Cisco: Der US-Netzwerk gigant weist für 2001 ein Jahresergebnis nach GAAP von minus 1 Mrd. \$ auf, nach der Pro-forma-Methode aber einen Gewinn von 3 Mrd. \$.

Ursprünglich hatten Pro-forma-Ergebnisse den Sinn, Unternehmenszahlen im Zuge von Fusionen zu simulieren beziehungsweise Einmalaufwendungen defizitärer Startups zu eliminieren. Doch mittlerweile werden der Öffentlichkeit nahezu beliebig manipulierte Ergebnisse präsentiert. Daher auch die Bezeichnung „EBBS“: Earnings before Bad Stuff oder Ergebnis vor beliebigen unerwünschten Einflüssen.

Eine Schlüsselstellung innerhalb des Ergebnislabrynth nimmt das Ebitda ein: Earnings before Interest, Tax, Depreciation, Amortization oder Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen. Als am



Cash-Flow orientierte Kennzahl lässt sie sich zwar aus den Abschlusszahlen nach GAAP herleiten. Sie führt jedoch regelmäßig dann zu Irritationen, wenn eine Überleitung zum endgültigen Jahresergebnis fehlt. Somit gilt das Ebitda weithin auch als der eigentliche Vorfahr des Ergebniswirrwarrs. Doch damit nicht genug: Einer der jüngsten Ableger des Ebitda ist das ebitdar, für das es gleich zwei konkurrierende Definitionen gibt: Ebitda before Restructuring Costs (Restrukturierungsaufwand) und Ebitda before Rental Costs (Leasingkosten), zuletzt oft benutzt von Airlines. Hinzu kommt, dass unabhängige Datenanbieter wie Thomson Financial Zahlen nach eigenen Berechnungen liefern.

„Die fehlende Datenqualität hat das Vertrauen untergraben“

Abby Cohen, Goldman Sachs

Immerhin: Jüngst erfolgte ein Vorstoß zur Beseitigung der Begriffsverwirrung unter Federführung der Ratingagentur S&P, die mit ihren „Core Earnings“ kurzfristig einen einheitlichen Bewertungsmaßstab herstellen will. Ziel: bestmögliche Berechnung des nachhaltigen Ergebnisses aus dem Kerngeschäft. Doch auch dieser Ansatz ist nicht frei von Tücken. „Das Core-Earnings-Konzept erhöht zwar die Transparenz“, so Ed Kerschner, Chefstrategie von UBS Warburg. „Doch ist es weiterhin strittig, wie etwa Aktienoptionen und Pensionsaufwendungen für Mitarbeiter oder Restrukturierungskosten zu berücksichtigen sind. Daher werden Firmen und Analysten wohl nicht auf Core Earnings umschwenken.“

Und dennoch: Die Bemühungen, schnellstmöglich einen verbindlichen Gewinnausweis festzulegen, nehmen konkrete Formen an. „Wir werden alsbald den Entwurf für einen neuen Standard präsentieren“, so die offizielle Ankündigung des FASB. Und dieser Standard wäre dann verbindlich und dürfte sich am bestehenden Bilanzierungsstandard GAAP orientieren, da die FASB schließlich für die GAAP verantwortlich ist. Und hier besteht wegen der einheitlichen Gewinnermittlungs-Regeln auch das höchste Maß an Normung. Richard Bernstein, Leiter der US-Strategie bei Merrill Lynch: „Bei unserer Arbeit hat es sich über Jahre hinweg immer wieder bestätigt, dass das schlichte, altmodische Jahresergebnis (Englisch: Reported Earnings) aus Sicht der Investoren die beste Bewertungsgrundlage darstellt. Die Unternehmen selbst wollen freilich eher an ihren Umsätzen gemessen werden.“

Welchen Gewinn hätten Sie denn gern?

Maßgebliche Gewinndefinitionen und deren Vor- und Nachteile (nach US-Bilanzierung)

| Gewinnermittlung | Definition | Vorteile | Nachteile | angewandt auf den S&P 500 |
|--|---|---|---|---------------------------|
| 1. GAAP ¹ | Bilanzierungsstandard | | | |
| 1.1 Operating Income (Ebit ²) | Betriebsgewinn vor Zinsen und Steuern | nachhaltiges Betriebsergebnis auf Basis geprüfter Abschlusszahlen | inkl. betriebsfremde Erträge, exkl. Zinsen | 632 Mrd. \$ |
| 1.2 Operating Cash-Flow (Ebitda ³) | Ebit exklusive Abschreibungen | stellt betriebliche Zahlungsüberschüsse dar | blendet Wertverluste des Vermögens aus | 1054 Mrd. \$ |
| 1.3 Reported Earnings oder Net Income | Jahresergebnis laut Geschäftsbericht | Umfasst sämtliche ergebnis-relevanten Komponenten | betriebl. und außerbetriebl. nicht differenziert | 183 Mrd. \$ |
| 2. Standard & Poor's | Rating-Agentur | | | |
| 2.1 Reported Earnings (nach S&P) | Jahresergebnis nach S&P-Definition | Bereinigung des Jahresergebn. um nicht fortgeführte Aktivitäten (z. B. Fusion) sind darstellbar | Ausschluss außerord. Ergebniskomponenten z. T. keine histor. Daten, Methodik umstritten | 223 Mrd. \$ |
| 2.2 Core Earnings | Nachhaltiges Ergebnis des Kerngeschäfts | sortiert nicht zum Kerngeschäft gehörende Komponenten aus | | 164 Mrd. \$ |
| 3. Pro Forma Earnings | Ergebnis auf Basis vorläufiger Zahlen | kombinierte Unternehmenszahlen (je Anbieter ein einheitlicher Maßstab, gute Vergleichbarkeit) | exkl. beliebiger „unschöner“ Faktoren | 416 Mrd. \$ |
| 4. Operating Earnings | grds. Gewinn aus operativem Geschäft | soll die nachhaltige Ertragskraft des Unternehmens darstellen | Begriff ungeschützt, daher viele Definitionen variabel, nicht unbed. | 351 Mrd. \$ |
| 5. Unabh. Anbieter wie Thomson Financial | je nach Anbieter und Jahr variabel | je Anbieter ein einheitlicher Maßstab, gute Vergleichbarkeit | konform mit GAAP | 196 Mrd. \$ ⁴ |

¹ Generally Accepted Accounting Principles; ² Earnings before Interest and Tax; ³ Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization; ⁴ Wert für den Datenanbieter Thomson Financial. Quelle: Bloomberg, Dresdner Kleinwort Wasserstein, Standard&Poor's, FTD