

Mächtig aufgepoliert

DAX | In den Geschäftsberichten der 30 Dax-Unternehmen wird den Aktionären eine heile Welt vorgegaukelt. Dabei schieben die Finanzchefs Abschreibungen auf, Pensionslasten sind nicht gedeckt, Schulden tauchen in der Bilanz nicht auf. Es geht um fast 600 Milliarden Euro. Bei welchen Unternehmen Aktionären der Verlust an Vermögen droht, bei welchem Unternehmen Bilanzgefahren derzeit beherrschbar sind.

Obwohl der konjunkturelle Rückenwind weiter ausbleibt, haben wir einen gelungenen Start in das neue Jahr hingelegt. Damit haben wir im ersten Quartal die Robustheit unseres Geschäftsmodells erneut unter Beweis gestellt und sind unserer Rolle als Marktführer einmal mehr gerecht geworden.“ So ähnlich wie bei der Vorlage der Zahlen für das erste Quartal Mitte Mai dürfte sich Frank Appel am kommenden Dienstag bei der Vorlage der Halbjahreszahlen der Deutschen Post äußern. Was der Vorstandschef voraussichtlich verschweigen wird, sind Zahlen, die seine Aktionäre erst auf den hinteren Seiten des Halbjahresberichts finden können.

Während die Post, gemessen an Umsatz und ausgewiesenen Gewinn, tatsächlich relativ gut unterwegs ist, verbergen sich in ihrer Jahresbilanz kritische Positionen: Bei der Altersvorsorge für ihre Mitarbeiter klafft eine Lücke; frühere Einkaufstouren haben zu Vermögenspositionen geführt, deren Werthaltigkeit Experten infrage stellen; möglicherweise muss Appel in einigen Jahren höhere Schulden ausweisen, weil sich die Regeln zur Bilanzierung von Leasingverträgen ändern sollen.

TRICKREICH GESTRICKT

Der Grund ist ein enormer Nachschub an neuen Vorschriften für börsennotierte Unternehmen. Wer nach dem Bilanzstandard IFRS bilanziert, bekommt von einem Londoner Gremium laufend aktualisierte Vorgaben (siehe Kasten Seite 76).

Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise, als auch dem Letzten gewahr wurde, dass die

Zahlen der Banken faul sind, kursierte ein Merksatz typisch britischen Humors in London: „On the left side, nothing is right, and on the right side, nothing is left.“ Ganz so schlimm steht es um die Bilanzen der Dax-30-Unternehmen meist nicht. Doch was Wissenschaftler, Analysten und Wirtschaftsprüfer im Auftrag der WirtschaftsWoche in den Büchern der Konzerne entdeckt haben, ist alarmierend.

Milliardenschwere Pensionslasten für die Mitarbeiter sind nicht gedeckt. Ver-

pflichtungen und Schulden aus Leasingverträgen haben die Buchhalter so trickreich gestrickt, dass sie außerhalb der Bilanz geführt werden dürfen. Und Scheinwerte aus zu teuren Firmenübernahmen haben die Finanzchefs seit Jahren nicht abgeschrieben, sondern als vermeintliches Vermögen deklariert. Das alles legal unter dem Deckmantel der geltenden Bilanzregeln. Die Werte der Unternehmen und viele Gewinnzahlen erscheinen deshalb höher, als sie es in Wahrheit sind.

Das Schweigen der Manager kann alle Anleger in Dax-30-Werten – Aktien- wie Anleihekäufer – teuer zu stehen kommen: Es geht insgesamt um Bilanzposten über fast 600 Milliarden Euro. Im Verborgenen müssen die Finanzchefs dieses Jahr die Altersvorsorge für ihre Mitarbeiter neu rechnen – die Verpflichtungen der Dax-Firmen belaufen sich auf mehr als 300 Milliarden Euro; danach stehen Millionen Verträge für Mietkauf (Leasing) auf dem Prüfstand – Schulden von mehr als 60 Milliarden Euro. Seit Jahren schon schleusen die Finanzvorstände wackelige Plandaten für Werthaltigkeitstests von erworbenen Töchtern durch ihre internen Zahlenwerke – unbemerkt von ihren Aktionären stehen dabei inzwischen knapp 224 Milliarden Euro im Feuer (siehe Grafik links unten).

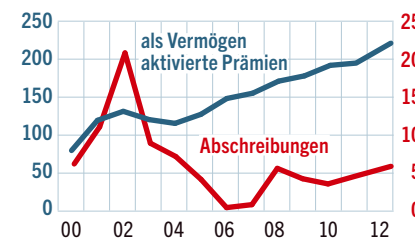
Investoren müssen nicht um jede letzte Ableitung der Bilanzregeln wissen, um zu erkennen, wo die Vorstände möglicherweise Gefahren verschweigen, wo Vermögensposten überbewertet sein könnten und deshalb der Aktienkurs in Zukunft negativ betroffen sein könnte. Wer die wesentlichen Änderungen erfasst, kann sich auf negative Überraschungen einstellen. >>

Merkwürdige Diskrepanz

Obwohl die Preise für Unternehmen noch weit von ihrem Hoch entfernt sind¹...



...schreiben die Dax-Unternehmen kaum Prämien nach Übernahmen ab (in Milliarden Euro)²



¹ gemessen am Dax-Kursindex (Entwicklung ohne Dividenden in Punkten); ² bilanzierte Zuschläge nach Akquisitionen (Kaufpreis minus ermitteltes Vermögen der neuen Tochter = Goodwill); Quelle: Universität St. Gallen, Institut für Accounting, Controlling und Auditing, Bloomberg WirtschaftsWoche

ÜBERNAHMEPRÄMIEN

Die Deutsche Post hat bei Aufkäufen mächtige Zuschläge bezahlt. Abschreibungsgefährdet ist deshalb Vermögen in Höhe des Eigenkapitals.



PENSIONEN

Fast 6,7 Milliarden Euro an Kapital für die Altersvorsorge der Mitarbeiter fehlen in der Daimler-Bilanz. Das ist Negativrekord im Dax.



LEASING

Sollten neue Bilanzregeln zum Mietkauf umgesetzt werden, dann würden in der Bilanz der Telekom neue Milliardenschulden auftauchen.



» So ist es wichtig, zu wissen, wie Unternehmen den Wert ihrer zugekauften Töchter berichtigen: Gehen sie dabei vorsichtig vor und werten regelmäßig ab – oder droht eine Abschreibung auf einen Schlag, wenn diese sich gar nicht mehr vermeiden lässt? Die Universität St. Gallen hat deswegen für die WirtschaftsWoche analysiert, welche Abschreibungspolitik die Dax-30-Unternehmen nach Übernahmen betreiben. Und die Forscher aus der Schweiz haben ermittelt, wie teuer Pensionsansprüche der Mitarbeiter Jahr für Jahr kommen. Berater von Mercer in Frankfurt haben Lücken in den Pensionsfonds aufgedeckt, zudem haben Wirtschaftsprüfer von BDO in Düsseldorf die Zinsannahmen für die Altersvorsorge der 30 Dax-Unternehmen unter die Lupe genommen. Und die Spezialisten der Stuttgarter FAS AG, die Unternehmen in Sachen Bilanzierung beraten, haben abgeklüft, bei welchen Unternehmen sich wegen neuer Bilanzregeln demnächst zusätzliche Milliarden schulden aus Mietkaufverträgen auf türmen könnten.

Die Bilanzexperten der Uni St. Gallen durchforsten für die WirtschaftsWoche Jahr für Jahr die Geschäftsberichte der Dax-30-Unternehmen. Ergebnis: Die Milliardenrisiken aus Übernahmen sind erneut gestiegen. Anleger finden dieses Risiko in jeder Bilanz auf der Vermögensseite (Aktiva) unter der Position Goodwill (Firmenwert).

Dass das Ganze für Aktionäre oder auch Gläubiger, die etwa Anleihen halten, nicht trivial ist, zeigt das Beispiel BASF. Der Ludwigshafener Chemiekonzern musste dieses Frühjahr seine Prognosen wegen aktueller und künftiger Änderungen der Bilanzregeln erheblich reduzieren. So wirken sich neue Vorschriften zur Bilanzierung von Altersansprüchen für die Mitarbeiter und zur

Erfassung von Tochterunternehmen und Joint Ventures voraussichtlich deutlich negativ auf Erlöse und Gewinne aus. 2015 erwartet BASF nur noch einen Jahresumsatz von 80 Milliarden Euro, fünf Milliarden weniger als bisher angenommen. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation (Ebitda) kalkuliert Finanzvorstand Hans-Ulrich Engel mit einem um eine Milliarde auf 14 Milliarden Euro gekappten Ergebnis. Auch die Umsatz- und Ergebnisziele für das Jahr 2020 passte der Chemiegigant nach unten an. Seit der Anpassung ist der Aktienkurs der Ludwigshafener gegenüber dem Dax um zehn Prozentpunkte schlechter gelaufen.

»Die Bewertung wird den Finanzchefs in den Schoß gelegt«

Peter Leibfried, Bilanzspezialist Uni St. Gallen

Die überraschende Änderung der Prognose bei BASF liege an einem „generellen Systemfehler“, meint Peter Leibfried, Professor für Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung an der Universität St. Gallen. Ständige Neuregelungen der inzwischen rund 3000 eng bedruckten Seiten umfassenden IFRS seien ein „fundamentales Problem für Unternehmen und Anleger. Es ist kaum mehr möglich, verlässliche Prognosen zu stellen.“ Und es lässt für die Manager erhebliche Spielräume, ihre Zahlenwerke in dem gewünschten Licht erscheinen zu lassen. Gewünscht heißt dabei

in der Regel: positiv. Wer etwa Genaueres zur Bilanzierung von Immobilien wissen möchte, der sollte 119 Euro investieren und sich den „Praxiskommentar der wesentlichen immobilienrelevanten International Financial Reporting Standards“ zukommen lassen. Obwohl auf das Wichtigste zu Immobilien beschränkt, ist das Werk 440 Seiten stark.

SPIELRÄUME WEIDLICH GENUTZT

Der Goodwill, den Finanzchefs im Gegensatz zu einer Maschine oder einem Patent nicht einzeln veräußern können und der deswegen als wacklig einzustufen ist, entsteht so: Übernimmt ein Unternehmen einen Konkurrenten, ist das Management verpflichtet, das Vermögen seiner neuen Tochter buchhalterisch in Einzelteile zu zerlegen. Lizenzen, der Fuhrpark, Immobilien – jede Position wird neu bewertet. Fällt der gezahlte Kaufpreis für das Unternehmen höher aus als das neu bewertete Vermögen, wird diese Übernahmepremie als Goodwill in die Bilanz gebucht. Das IASB hat vor gut neun Jahren den Unternehmen jede Menge Spielraum gegeben, wie sie den Goodwill nach der Ersteinbuchung in die Bilanz behandeln dürfen. Spielraum, den die Unternehmenschefs auch weidlich nutzen. Früher unterstellten die Regelvorgaben, dass der Goodwill schrittweise schrumpft – so wie der Wert einer Maschine oder eines Computers. Seit März 2004 jedoch dürfen Unternehmen auf regelmäßige Abschreibungen verzichten.

Statt wie früher jedes Jahr pauschal abzuschreiben – in der Regel wurde der Goodwill spätestens nach 15 Jahren auf null gesetzt –, müssen Unternehmen in einem komplexen Verfahren wenigstens einmal im Jahr prüfen, ob ihr Goodwill noch wert-

IASB

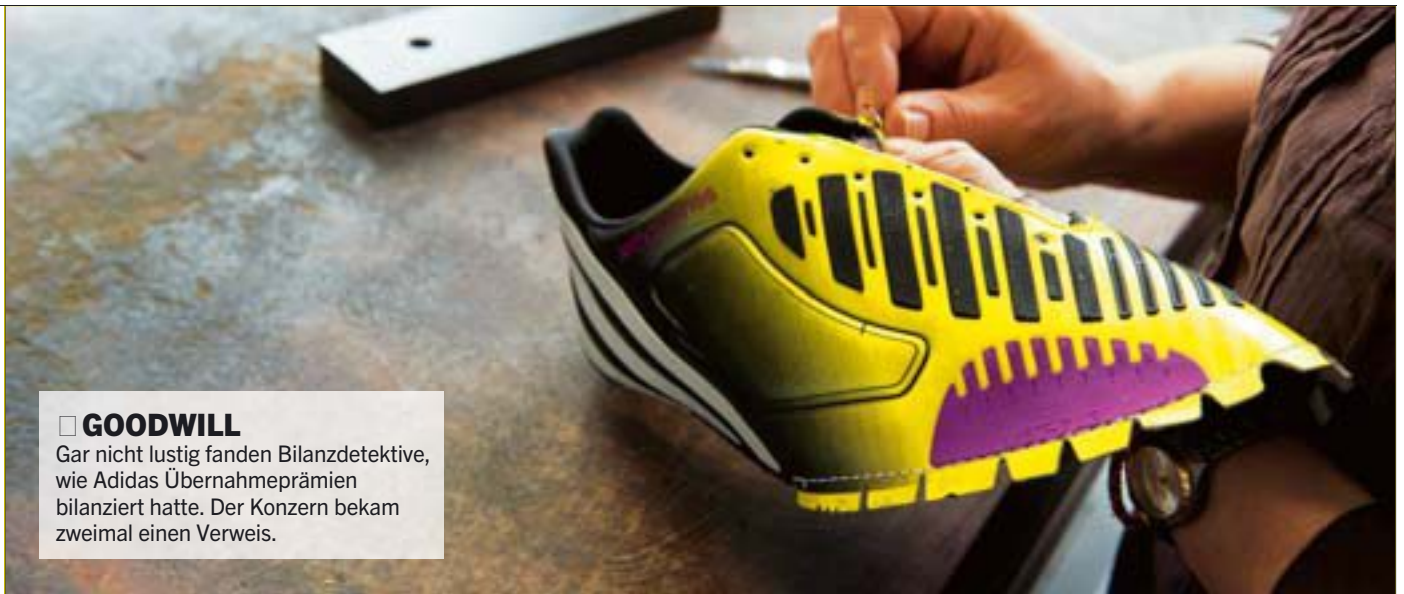
Kleines Gremium für große Zahlenwerke

Die internationalen Bilanzregeln IFRS sind keine vom Gesetzgeber direkt erlassenen Vorschriften.

Sechs Prozent Wachstum – so viel Plus erwarten die vier größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in Deutschland 2013. Dass sie so viel Geschäft auf sich ziehen, liegt nicht nur am eigenen Vertrieb, sondern vor allem an einem kleinen Gremium, das sich regelmäßig in der Cannon Street zu London trifft. Das 16-köpfige Gremium ist das International Accounting Standards Board (IASB). Es

setzt die internationalen Bilanzregeln IFRS (International Financial Reporting Standards) fest – mit Änderungen im Quartalstakt. Sponsoren des IASB waren vor allem nahezu alle wichtigen internationalen Konzerne, Banken und Wirtschaftsprüfer. Mittlerweile kommt ein großer Teil des Geldes von der Europäischen Kommission. Die IFRS sind – im Gegensatz zum deutschen Handelsgesetzbuch – keine vom Gesetzge-

ber erlassenen Regeln. Die Europäische Union allerdings wirkt neuerdings auf die Beschlüsse des IASB ein, nachdem sie jahrelang weggeschaut und Regeln einfach durchgewinkt hatte. Über Brüssel gelangen die Beschlüsse weiter in die Hauptstädte, nach Berlin oder Rom, wo sie in nationales Recht umgewandelt werden. Aber auch in Japan oder Australien etwa wenden Unternehmen die IFRS an.



□ GOODWILL

Gar nicht lustig fanden Bilanzdetektive, wie Adidas Übernahmeprämien bilanziert hatte. Der Konzern bekam zweimal einen Verweis.

haltig ist (sogenannter Impairment Test). „Die Unternehmensbewertung, die ja eigentlich Anleger an der Börse vornehmen sollten, wurde so den Finanzchefs in den Schoß gelegt“, sagt Leibfried.

Zu welchen Extremen selbst Vorstände größter Unternehmen neigen können, zeigt das Beispiel Banesto. Die spanische Großbank hatte, wie erst dieses Jahr die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) mit Sitz in Berlin aufdeckte, in ihrer Bilanz 2010 unter der Verwendung eines eigenen Bewertungsmodells für ihre Anteile an der Immobiliengesellschaft Metrovacesa einen Wert von 24,40 Euro je Aktie ermittelt. Dabei war Metrovacesa 2010 börsennotiert – der Kurs zum Abschlussstichtag der Banesto-Bilanz lag bei genau 5,59 Euro, also drei Viertel niedriger. Mit der eigenwilligen Anwendung der IFRS gaukelte der Vorstand im Krisenbankenland Spanien Anlegern und Behörden einen um 119,6 Millionen Euro höheren Vorsteuerertrag vor.

KAUM NOCH ABSCHREIBUNGEN

Ein Leichtes ist es für Vorstände, Anleger über den Impairment Test zu täuschen, um so höhere Gewinne und ein höheres Eigenkapital auszuweisen. Dafür nehmen sie – und später die Wirtschaftsprüfer – einzelne Geschäftseinheiten unter die Lupe. Zeigt sich bei einer Geschäftseinheit, dass die ursprünglich angesetzten Annahmen über Ertrag, Cash-Flow oder Kapitalkosten zu optimistisch waren, muss eine Abwertung erfolgen – in der Theorie. In der Praxis erfolgen viele Unternehmen, sobald eine Einheit Abschreibungsbedarf hat. Beliebt ist der Dreh, schwach laufende Geschäfte in der einen Einheit mit guten laufenden in einer anderen neu zusammenzufassen: etwa schwache Verkäufe in Kroatien mit dem

Wo es brennt

Alle 30 Dax-Unternehmen im Schnell-Check

Unternehmen	bilanzierte Übernahmeprämien	Miet-schulden (Leasing)	Pen-sionen
Adidas	●	●	●
Allianz	●	●	●
BASF	●	●	●
Bayer	●	●	●
Beiersdorf	●	●	●
BMW	●	●	●
Commerzbank	●	●	●
Continental	●	●	●
Daimler	●	●	●
Deutsche Bank	●	●	●
Deutsche Börse	●	●	●
Deutsche Post	●	●	●
Deutsche Telekom	●	●	●
E.On	●	●	●
Fresenius	●	●	●
Fresenius Med. Care	●	●	●
HeidelbergCement	●	●	●
Henkel	●	●	●
Infineon	●	●	●
K + S	●	●	●
Lanxess	●	●	●
Linde	●	●	●
Lufthansa	●	●	●
Merck	●	●	●
Münchener Rück	●	●	●
RWE	●	●	●
SAP	●	●	●
Siemens	●	●	●
ThyssenKrupp	●	●	●
Volkswagen	●	●	●

Lesehilfe: ● = relativ geringer Einfluss auf künftige, wichtige Bilanz- und Gewinnkennziffern;
 ● = bereits deutlich negativer Einfluss auf künftige, wichtige Bilanz- und Gewinnkennziffern möglich;
 ● = stark negativer Einfluss auf künftige, wichtige Bilanz- und Gewinnkennziffern möglich

besser laufenden Geschäft in Serbien. Der Effekt: Seit die Unternehmen selbst bewerten dürfen, was ihre bei Zukäufen gezahlten Prämien noch wert sind, gibt es kaum noch Abschreibungsbedarf.

Im Durchschnitt unterstellten die Dax-Unternehmen früher eine Nutzungsdauer für ihre Firmenwerte von knapp neun Jahren – sie schrieben jährlich 11,7 Prozent auf ihren Goodwill ab, so die Analyse der Universität St. Gallen. Seit 2005 aber fiel dieser Durchschnitt auf nur noch 2,7 Prozent.

„Wider Erwarten sind trotz Finanzkrise höhere Goodwillabschreibungen überwiegend ausgeblieben“, so Silvia Rogler, Professorin für Rechnungswesen und Controlling an der TU Bergakademie Freiberg. Rogler hat sich mit ihrem Team gleich 640 Bilanzen von 160 deutschen börsennotierten Unternehmen angeschaut. Fazit: Größere Abschreibungen auf die Wackelposition Goodwill gibt es fast nur, wenn Vorstände ausgetauscht werden. Wie Politiker nach einem Regierungswechsel – angeblich überrascht – leere Kassen vorfinden, entdecken neue Vorstände unerwartet viel heiße Luft in der Bewertung des Unternehmensvermögens – und räumen dann auf.

Folgt auf den Vorstandswechsel hierzulande eine Abschreibung, dann gleich mächtig: Laut TU Freiberg wird der Goodwill im Durchschnitt um 31 Prozent reduziert. Ein neuer Finanzvorstand hält gar 39 Prozent der Goodwillposition für nicht mehr tragbar – das 14-Fache der üblichen Abschreibung, die die Uni St. Gallen für die Dax-30-Unternehmen ermittelt hat. Je länger Vorstände an Bord sind, desto mehr müssen Anleger damit rechnen, dass das bilanzierte Vermögen und damit ihr Anteil am Unternehmen überbewertet sind – so es denn hohe Goodwillpositionen gibt. >>

Stille Lasten

Viele Dax-Unternehmen ziehen seit Jahren Übernahmeprämien durch die Bilanz und schreiben diese kaum noch ab

Unternehmen	bilanzierte Übernahmeprämien (Goodwill) (in Millionen Euro) 2012	Goodwill in Prozent des Eigenkapitals per Ende 2012	Abschreibung heute		Abschreibung früher	
			durchschnittliche jährliche Abschreibung 2005–2012 (in Millionen Euro)	Durchschnitt 2005–2012: Abschreibung relativ zum durchschnittlich bilanzierten Goodwill (in Prozent)	durchschnittliche jährliche Abschreibung 2000–2004 (in Millionen Euro)	Durchschnitt 2000–2004: Abschreibung relativ zum durchschnittlich bilanzierten Goodwill (in Prozent)
Adidas	1 281	24	33	2,4	43	7,2
Allianz	11 679	21	93	0,7	964	8,5
BASF	6 385	25	81	1,6	227	9,7
Bayer	9 293	50	0	0,0	197	11,7
Beiersdorf	66	2	29	29,0	8	40,2
BMW	369	1	0	0,0	kein Goodwill	kein Goodwill
Commerzbank	2 080	8	88	5,7	191	19,0
Continental	5 622	61	321	6,5	48	3,3
Daimler	729	2	4	0,4	101	3,9
Deutsche Bank	11 609	21	353	4,8	360	4,3
Deutsche Börse	2 078	66	2	0,1	43	5,9
Deutsche Post	12 059	99	131	1,2	291	11,1
Deutsche Telekom	14 440	47	1419	7,4	4603	15,2
E.On	13 440	35	609	3,9	674	8,0
Fresenius	15 014	114	0	0,0	0	0,0
Fresenius Med. Care	8 882	120	0	0,0	65	2,9
HeidelbergCement	10 609	77	121	1,4	200	8,3
Henkel	6 661	70	7	0,1	265	12,8
Infineon	21	1	3	2,2	35	16,1
K + S	642	18	0	0,0	1	26,8
Lanxess	174	7	0	0,0	50*	33,7*
Linde	10 620	78	1	0,0	124	4,0
Lufthansa	615	7	38	5,7	321	37,6
Merck	4 696	45	5	0,1	121	7,3
Münchener Rück	3 376	12	73	2,1	355	9,6
RWE	13 545	82	102	0,8	518	6,0
SAP	13 274	94	0	0,0	19	15,4
Siemens	17 069	55	232	1,6	571	9,5
ThyssenKrupp	3 550	78	69	1,7	158	4,2
Volkswagen	23 935	29	1	0,0	106	27,7

* 2003 und 2004; Quelle: Universität St. Gallen, Institut für Accounting, Controlling und Auditing; Bloomberg; eigene Berechnungen; Zahlen gerundet

Phantomwerte

In der Regel zahlen Unternehmen bei einem Erwerb eines Konkurrenten eine Übernahmeprämie (sogenannter Goodwill oder Firmenwert). Dieser Goodwill bemisst sich aus der Differenz zwischen gezahltem Kaufpreis und dem bewertbaren Vermögen des erworbenen Unternehmens. Bis ins Jahr 2004 galt die Regel, diesen Goodwill regelmäßig abzuschreiben, mit einer Laufzeit über 10 bis 15 Jahre. Früher wurde unterstellt, dass die gezahlte Prämie keinen ewigen Nutzen darstellt und sich etwa wie eine Maschine abnutzt. Seit neun Jahren ist diese Regel abgeschafft. Stattdessen müssen Unternehmen einmal jährlich testen, ob die

einst gezahlte Prämie noch gerechtfertigt ist. Ist dies nicht der Fall, müssen sie auf den Goodwill abschreiben.

Für den Test zählen unternehmensspezifische Indizien wie die Schätzung zukünftiger Mittelzuflüsse oder Zinsannahmen; extern wirken Konjunktur und Börsenentwicklung als Indikatoren ein. Rezession oder Finanzkrise – das alles ficht die 30 Dax-Unternehmen kaum an. Anlegern drohen wegen der nur sehr geringen Abschreibungen böse Überraschungen: Bei plötzlichen hohen Abwertungen würden Aktien, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis, teurer; zudem brä- che das Eigenkapital der Unternehmen ein.

» Adidas ist dafür offenbar ein schlechtes Beispiel: Binnen zwei Jahren kassierte der Sportartikelkonzern sogar zweimal Prügel von der DPR, im Volksmund Bilanzpolizei genannt. Adidas hatte den Impairment Test zunächst unerlaubterweise für Einheiten durchgeführt, die größer waren als die ansonsten in der Bilanz gezeigten Segmente. Und erst im Mai musste der Herzogenauracher Sportartikelhersteller auf Druck der DPR einräumen, dass der Konzernabschluss 2011 fehlerhaft war. In der Summe mehrerer Fehlbilanzierungen wies Adidas den Gewinn je Aktie um 0,27 Euro oder fast zehn Prozent zu hoch aus.

BILANZWÄCHTER SIND ALARMIERT

Adidas gehört zu den Dax-Konzernen, die ihren Goodwill über Jahre überhaupt nicht mehr abschrieben. Erst für 2012 rang man sich endlich zu Wertberichtigungen durch, vor allem auf die 2005 für 3,8 Milliarden Dollar übernommene Reebok. Die Vermutung, dass dies mehr auf Druck der Bilanzwächter als aus eigenem Antrieb geschah, liegt nahe. Denn die US-Tochter, so viel war seit Langem bekannt, schaffte es bisher nicht, die von Adidas gesteckten Ziele zu erreichen. Der Effekt der Abschreibungen über 265 Millionen Euro war ein nicht erwarteter Gewinneinbruch. Statt wie versprochen 3,52 bis 3,68 Euro je Aktie zu verdienen, landete Adidas 2012 bei einem Drittel weniger, nämlich bei nur 2,52 Euro. Und einmal dürfte nicht kein Mal gewesen sein: Nach wie vor weist Adidas knapp 1,3 Milliarden Euro Goodwill aus (siehe Tabelle links). Auch bei anderen Dax-Unternehmen dürfte eine Abwertung über kurz oder lang niemanden überraschen. Um etwa den Gewinn eines Jahres auszulöschen, bedarf es bei Unternehmen wie etwa Heidelberg-Cement gerade einmal einer Abschreibung von drei bis vier Prozent; selbst ein Vorzeigunternehmen wie SAP ist gefährdet: Schon eine Abwertung des Goodwills um nur gut ein Fünftel wischt einen gesamten Jahresnettoertrag aus.

Bei der Berliner DPR ist der Bilanzposten Goodwill seit Jahren ob solcher Gefahren ein Schwerpunkt ihrer Detektivarbeit. Den Unternehmen auf der Spur ist inzwischen auch die europäische Wertpapierbehörde ESMA. Auch sie stellte in den Bilanzen von 235 europäischen Konzernen aus 23 Ländern jede Menge Mängel fest. Bei den Impairment Tests verschleierte die meisten Unternehmen gegenüber ihren Anteilseignern wichtige Planzahlen, so die Prüfer aus

Paris. Und nahezu alle Unternehmen gingen laut ESMA von sehr optimistischen Wachstumsraten ihrer Töchter aus.

VON DER REALITÄT ENTFERNT

Doch diese Annahmen haben oft nichts mit der Realität zu tun, nicht nur bei Reebok und Adidas (siehe Kasten rechts).

Anleger tun gut daran, mögliche Abwertungen des Goodwill in Betracht zu ziehen. Denn die Zahl derer, die für die Rückkehr zur alten Regelung regelmäßiger Abschreibung plädieren, steigt seit Jahren. Auch wenn dies deutlich rückläufige Gewinne vieler Unternehmen bedeutete. Unter den Befürwortern sind etwa Vertreter der Berliner Bilanzwächter der DPR. „Auch die EU-Regulierung dringt tiefer in das Thema Bilanzierung ein. Ich habe den Eindruck, dass die Abschreibungspolitik der Unter-

1700 Milliarden Dollar Schulden tauchen in den Bilanzen nicht auf

nehmen jetzt richtig auf der Agenda steht“, sagt Leibfried. Dazu beitragen dürfte auch „das schockierende Ergebnis“ einer Untersuchung, die Karlheinz Küting gerade abgeschlossen hat. Seine erste große Publikation über die Bilanzierungspraxis deutscher Konzerne stammt von 1974. Auch heute noch widmet sich der Direktor des Centrums für Bilanzierung und Prüfung an der Universität des Saarlandes neben der Theorie gerne praxisnahen und börsenrelevanten Themen. Laut seiner noch unveröffentlichten Studie unter 134 deutschen börsennotierten Gesellschaften aus Dax, MDax, SDax und TecDax unterstellen die Unternehmen, dass sie aus den gezahlten Übernahmeprämien für neue Töchter 204 Jahre lang Nutzen ziehen werden. Herausgerechnet sind dabei die zuletzt hohen Abschreibungen der Deutschen Telekom. In 204 Jahren aber dürfte kaum noch eine der teuer gekauften Töchter vor Kraft strotzen. So sind aktuell 36 der 100 größten Firmen weltweit jünger als 40 Jahre. Das zeigt eine Untersuchung des Zürcher Private-Equity-Verwalters Adveq.

Konsequenz: Da sich der „Goodwill aus völlig falsch eingeschätzte Zukunftser- ➤

DAX-BEWERTUNG

Aufgehübschte Gewinne

Wenn Unternehmen zu wenig abwerten, drohen böse Überraschungen.

Früher oder später müssen die meisten Unternehmen einräumen, dass ihre einst gezahlten Prämien bei Übernahmen (Goodwill) keinen echten Gegenwert haben. Bei der Deutschen Telekom etwa radierten Abschreibungen häufig den kompletten Gewinn aus. Zuletzt bescherte eine Abwertung über netto 7,4 Milliarden Euro den Aktionären einen Jahresverlust über 5,3 Milliarden Euro. Von in der Spitze 40,6 Milliarden Euro an Goodwill sind nur – oder immer noch – 14,4 Milliarden übrig. Die Telekom befindet sich dabei in schlechter Gesellschaft. Bei der spanischen Telefónica brach der Gewinn 2012 um 27 Prozent wegen Abschreibungen ein; Rivale France Télécom verlor deswegen drei Viertel seines Vorjahresertrages.

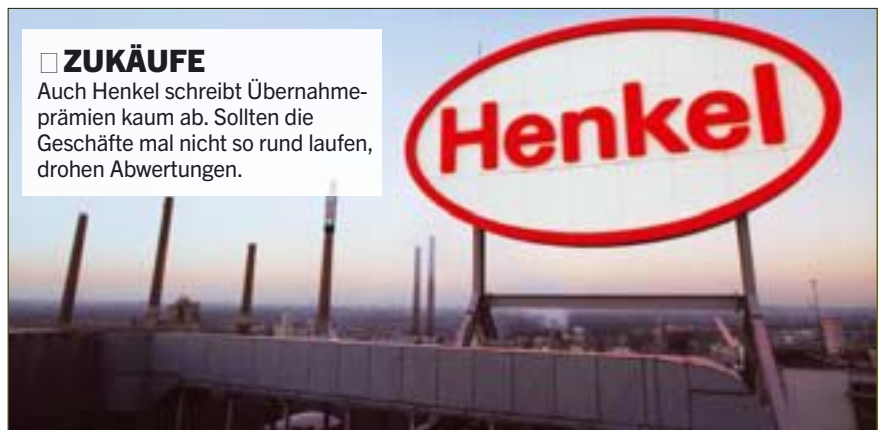
VERMÖGENSANTEIL SINKT

Wenn Unternehmen zu wenig abwerten, entstehen Papiergewinne, die das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) schönen. Gemessen an früher üblichen Abschreibungen, hätten die 30-Dax-Unternehmen 2012 statt 63 Milliarden Euro nur rund 46 Milliarden Euro verdient. Solche Berechnungen beziehen aufmerksame Investoren immer stärker in ihr Kalkül ein: Das geschätzte KGV, auf das Anleger noch bereit sind zu handeln, ist in den vergangenen zehn Jahren deutlich geschrumpft: Der Dax handelte seit 2003 maximal mit dem 14-fachen erhofften Jahresgewinn, der Durchschnitt lag sogar bei nur gut elf, früher gestanden Anleger den Börsen auch mal das bis zu 20-Fache an erwarteten Gewinnen zu. Um das – geschätzte –

KGV, die Kernkennzahl für die Aktienbewertung, zu ermitteln, dividieren Investoren den aktuellen Börsenwert eines Unternehmens durch den letztjährigen oder den erwarteten Jahresüberschuss des Unternehmens. Die Folgen einer wieder regelmäßigen Abwertung des Goodwills, die viele Experten inzwischen fordern, wären dramatisch: Eine regelmäßige Abwertung über zehn Jahre würde die Gewinne der 30 Dax-Unternehmen, gemessen am letztjährigen Ertrag, um ein Drittel einbrechen lassen. Auch der Vermögensanteil des Aktionärs an seinem Unternehmen, der Buchwert, ist erheblich betroffen. Aktuell gestehen Investoren allen Dax-Unternehmen im Durchschnitt eine 50-prozentige Prämie auf den Vermögenswert, das dem Eigenkapital entspricht, zu. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) liegt deshalb bei 1,5. Die luftigen Goodwillpositionen machen inzwischen 36 Prozent des Eigenkapitals aller Dax-Unternehmen aus. Eine Komplettabwertung des Goodwill ließe das KBV um mehr als die Hälfte auf einen Faktor von 2,34 hochschnellen – was einer enorm hohen Bewertung der Aktien entspräche. Besonders gefährlich ist, wenn der Goodwillposten einen hohen Anteil am Eigenkapital hat, wie bei der Deutschen Post, Fresenius Medical Care, Linde oder Henkel etwa. Unerwartete Ertragseinbrüche wegen Abschreibungen auf den Goodwill sind dagegen bei BMW, Beiersdorf oder Infineon nicht zu erwarten, da der Bilanzposten homöopathisch ist (siehe Tabelle links).

□ ZUKÄUFE

Auch Henkel schreibt Übernahmeprämien kaum ab. Sollten die Geschäfte mal nicht so rund laufen, drohen Abwertungen.



» wartung erweisen kann, die zu Verlusten führt“ und der Impairment Test „Missbrauchspotenzial“ in sich berge, fordert Küting, wieder regelmäßig abzuschreiben und für den Goodwill eine Nutzungsdauer von „10 bis 20 Jahren“ zu unterstellen.

Eine weitere Lücke, die die Unternehmen weltweit in der Vergangenheit nutzten, betrifft spezielle Miet- und Mietkaufverträge (Leasing). Die Finanzchefs und Buchhalter mussten bisher in einem komplexen Verfahren prüfen, ob sie ein geleastes Gut in der Bilanz aufführen müssen oder nicht. Grob vereinfacht gesagt, mussten das Leasingobjekt und die mit ihm verbundenen Schulden immer nur dann bilanziert werden, wenn das Unternehmen den größten Teil der wirtschaftlichen Chancen und Risiken aus dem Leasingvertrag trägt. Lagen die Risiken aber beim Leasinggeber, konnten Leasingobjekt und -schulden außerhalb der Bilanz geführt werden.

Die absehbare Folge: Die Leasinggesellschaften und Banken konstruierten für die Unternehmen Verträge möglichst so, dass die Schulden daraus nicht in der Bilanz landeten. Bei den größten Unternehmen in Europa tauchen rund 80 Prozent aller Leasingverpflichtungen bisher nicht in der Bilanz auf. Einer Schätzung der Schweizer Bank Credit Suisse zufolge wurden in der Vergangenheit insgesamt 1700 Milliarden Dollar an Schulden bei Konzernen weltweit außerhalb der Bilanzen geführt.

KENNZIFFERN VERÄNDERN SICH

Dem IASB ist das ein Dorn im Auge. Nach langen Diskussionen sollen diese Schulden, abgesehen von Leasingverträgen mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr, bald in die Bilanz: voraussichtlich zum 1. Januar 2017. Da zum Vergleich Vorjahreszahlen gefordert sind, werden die Finanzabteilungen schon von 2016 an die geänderten Bilanzposten rechnen. „Mit den neuen Regeln werden sich für den Aktionär wichtige Kennzahlen verändern“, sagt Leibfried, der auch Aufsichtsratschef des Stuttgarter Bilanzberatungsunternehmens FAS ist.

So geht unter anderem die Bilanzsumme nach oben, das Verhältnis aus Schulden zur Bilanzsumme und zum Eigenkapital verschlechtert sich. Und der börsenwichtige Maßstab Ergebnis je Aktie sinkt, Unternehmensanteile werden daran gemessen also optisch teurer.

Die FAS hat exklusiv für die WirtschaftsWoche ausgerechnet, wie stark Unternehmen von der Neuregelung betroffen sein könnten. Das Ergebnis für die 30 Dax-Un-

Bisher unsichtbar

Wie viel neue Schulden aus Leasing in den Bilanzen auftauchen könnten*

Unternehmen	zusätzliche Schulden (in Millionen Euro)
Deutsche Telekom	13410
Daimler	8486
Deutsche Post	5140
Deutsche Bank	3986
Volkswagen	3814
Lufthansa	3485
Siemens	2603
Fresenius	2327
Commerzbank	2218
Allianz	2203
Fresenius Medical Care	1981
Adidas	1496
BASF	1370
BMW	1354
E.On	1280
RWE	934
SAP	773
ThyssenKrupp	758
HeidelbergCement	711
Linde	535
Continental	531
Bayer	517
Infineon	405
Lanxess	367
Münchener Rück	335
Deutsche Börse	310
Henkel	196
Merck	182
Beiersdorf	75
K + S	64
Summe	61 846

* geschätzte Barwerte per 31. Dezember 2012; Annahmen Diskontierungszins: 6 Prozent; grundsätzlicher Anfall der Leasingzahlungen in der Zeitbandmitte (< 1 Jahr: 30. Juni 2013, 2-5 Jahre: 31. Dezember 2015 und > 5 Jahre: 31. Dezember 2020); die neuen Leasingregeln sollen am 1.1.2017 eingeführt werden (Vorjahresangaben wären dann per 1.1.2016 zu nennen); Quelle: FAS AG, Stuttgart

ternehmen: Knapp 62 Milliarden Euro neue Schulden kommen – berechnet auf den jeweils letzten Jahresbilanzstichtag – ans Tageslicht. Besonders stark betroffen sind Firmen mit vielen gemieteten Immobilien. Diese sollen künftig in der Bilanz als Finanzierungsgeschäft, also etwa wie die Aufnahme eines Kredits, erfasst werden.

Wegen vieler gemieteter Gebäude steht die Deutsche Telekom mit einem Schuldenzuwachs von nach derzeitigem Stand 13,4 Milliarden Euro ganz oben (siehe Tabelle). Besonders stark erhöht sich auch die Verschuldung von Daimler, Deutscher Bank und Deutscher Post. „Allerdings ar-

beiten verschiedene Institutionen und Verbände wie die Beratergruppe der Europäischen Kommission derzeit gegen das Ansinnen des IASB, da die Regeln an vielen Stellen inkonsistent sind“, sagt Peter Adolph, Vorstand FAS Lease. So könnte es sein, dass auf Druck von EU-Regulatoren am Ende doch nicht alle Schulden in der Bilanz auftauchen, sondern nur im Anhang der Geschäftsberichte. So oder so: Die Schulden würden für Aktionäre wahrscheinlich zumindest sichtbar.

DRAMA PENSIONS LASTEN

Wer auf die jährlichen Mitteilungen seiner privaten oder berufsständischen Altersvorsorgeinstitutionen schaut, kennt die Leier seit Jahren: Wegen der niedrigen Zinsen muss leider, leider die erwartete Rendite für das laufende Jahr gesenkt werden, heißt es da. Wo in Privatbilanzen hochgerechnet schnell ein paar Zehntausend Euro zu Rentenbeginn fehlen, geht es bei den Unternehmen, die für die Vorsorge ihrer Mitarbeiter geradestehen, um Milliarden. Genau genommen um 310 Milliarden. So hoch sind derzeit die laufenden und künftigen Pensionsansprüche der Mitarbeiter an die 30 Dax-Unternehmen, wie die Frankfurter Beratungsgesellschaft Mercer ermittelt hat.

Binnen eines Jahres sind die Verpflichtungen um fast 54 Milliarden Euro nach oben geschwollen. Der Grund sind die dramatisch gefallen Zinsen für sichere Anlagen. Denn Maßstab für die Berechnung einer Pensionslast sind die Renditen von Unternehmensanleihen mit einem sehr guten Rating. Mit dieser Rendite werden die künftigen Pensionsansprüche der Mitarbeiter auf den Stichtag der Bilanz abgezinst. Je niedriger die Zinsen, desto höher der Betrag, den die Unternehmen bereithalten müssen. Die Finanzchefs haben dabei noch Glück: Sie müssen nicht den gerade aktuellen, sondern einen über die Jahre geglätteten Zins ansetzen. Per Ende 2012 lag dieser bei 3,5 Prozent, Ende 2011 laut Mercer noch bei 4,8 Prozent – zu beiden Zeitpunkten deutlich höher als die echten Marktrenditen von Top-Unternehmenspapieren mit langer Laufzeit. So liegt etwa die Rendite einer Anleihe des französischen Ölkonzerns Total bis zum Jahr 2022, die zu den wenigen Top-Papieren zählt, aktuell bei gerade mal noch 2,2 Prozent.

Wer es sich leisten kann, setzt deshalb den Abzinsungsmaßstab lieber niedriger an, damit die Pensionslücken in Zukunft noch beherrschbar sind. So sind bei BMW,



□ **ALTERSVORSORGE**

Wegen der Änderung des Abzinsungssatzes gingen die Pensionsverpflichtungen bei RWE massiv nach oben. Das Eigenkapital litt darunter.

Henkel, Daimler und Münchener Rück die angenommenen Zinssätze recht vorsichtig kalkuliert. Eher aggressive Annahmen unterstellten Fresenius, Fresenius Medical Care, HeidelbergCement und Lanxess (siehe Tabelle Seite 83). „Aktionäre sollten aufpassen, wenn ihre Unternehmen dauerhaft höhere Zinssätze anwenden als eigentlich geboten“, so Jens Freiberg, Wirtschaftsprüfer bei BDO in Düsseldorf.

Denn schon geringe Veränderungen haben erhebliche Auswirkungen auf die Bilanz: So stiegen bei RWE die Zusagen für Arbeitnehmer in Deutschland binnen eines Jahres um 3,7 Milliarden Euro, nur weil der Essener Energiekonzern den Zinssatz für deren Berechnung um 1,75 Prozentpunkte senkte. Effekt: Inklusive der Pensionsansprüche von Mitarbeitern im Ausland belastete RWE das Eigenkapital Ende 2012 mit knapp 2,3 Milliarden Euro. Auch bei Bayer, E.On oder Siemens sprangen die Verpflichtungen in die Höhe (siehe Tabelle Seite 82). Faustregel für Anleger: Sinkt der Rechnungszins um einen Prozentpunkt, dann steigt die Pensionsverpflichtung eines Unternehmens um 10 bis 20 Prozent.

Nicht nur Spötter behaupten deshalb, viele Unternehmen gehörten nicht den Anteilseignern, sondern den Pensionären. Obwohl die 30 Dax-Unternehmen 2012 mehr als zehn Prozent Rendite auf ihr Pensionsvermögen erwirtschafteten, fehlen fast 120 Milliarden Euro für die spätere Altersvorsorge in denjenigen Töpfen, die außerhalb der Bilanz das Pensionskapital ansammeln und damit im Falle einer Insolvenz nicht in der Masse untergehen. Innerhalb der Bilanz bilden die Unternehmen allerdings zudem Rückstellungen, teilweise sehr hohe, um einen Puffer für fehlendes ausgelagertes Vermögen zu sichern. Sollten die Zinsen weiter niedrig bleiben, dann

Mit zu optimistischen Annahmen für Pensionen ist jetzt Schluss

müssten Milliarden aus den laufenden Geschäften abgezogen werden, um Pensionslöcher zu stopfen. Kapital, das für Investitionen oder Dividendenausüttungen an die Aktionäre fehlte. Um Kleingeld geht es dabei nicht: 48 Milliarden Euro oder rund sieben Prozent ihres Anteils am Vermögen ihrer Unternehmen verloren Anleger in Dax-Aktien allein 2012 wegen der gestiegenen Pensionsverpflichtungen.

LEERE TÖPFE

Bewusst ist den Aktionären das meist nicht: Diese enormen Verluste präsentierten die Finanzchefs nicht in der Ertragsrechnung, sondern versteckten sie im Eigenkapital, das entsprechend absackte; oder sie nutzen – letztmals – die Möglichkeit, das Minus überhaupt nicht zu zeigen. Bei vielen Unternehmen fehlen in den ausgelagerten Pensionsfonds 70 bis 80 Prozent der Verpflichtungen. Volkswagen etwa hat seinen Topf nur zu 23 Prozent oder mit knapp 7,3 Milliarden Euro gefüllt, fast 24 Milliarden weniger als eigentlich notwendig. Diese fehlenden 24 Milliarden tauchen in der Bilanz in der Schuldenübersicht unter den Rückstellungen auf – das sind immerhin knapp acht Prozent der Bilanz, die nicht den Aktionären anteilig zustehen, sondern den künftigen Betriebsrentnern. Heikle Fälle finden sich reihenweise. Der

ums Überleben kämpfende TV-Hersteller Loewe soll über ein sogenanntes Schutzschirmverfahren gerettet werden, weil sonst die hohen Pensionslasten von rund 80 Prozent aller Langfristschulden nicht auf den Pensions-Sicherungs-Verein übertragen werden können. Bei der Deutschen Telekom, Adidas und ThyssenKrupp tun sich tiefe Krater bei der externen Pensionsfinanzierung auf, richtig gut stehen, isoliert betrachtet, derzeit nur die Deutsche Bank, Commerzbank, SAP und Linde da. Laut Mercer deckt das externe Vermögen aller 30 Dax-Firmen nur noch knapp 62 Prozent der Pensionsverpflichtungen – 4,8 Prozentpunkte weniger als ein Jahr zuvor.

Und dieses Jahr könnte erneut bitter werden. Denn das IASB hat die weitreichenden Gestaltungsspielräume der Unternehmen, was Pensionen betrifft, eingeschränkt. Seit dem 1. Januar müssen alle bisher nicht erfassten Pensionsverpflichtungen voll ausgewiesen werden. Thomas Hagemann, Chefaktuar von Mercer in Frankfurt, schätzt, dass allein deshalb weitere 23 Milliarden Euro an Eigenkapital aus den Dax-30-Bilanzen radiert werden. Insgesamt fielen dann 2012 und 2013 Verluste von 71 Milliarden Euro an – das entspricht mehr als dem erwarteten Jahresgewinn aller Dax-30-Unternehmen in diesem Jahr.

Zudem dürfen die Unternehmen nicht mehr wie bisher für ihre Abzinsung und den erwarteten Ertrag unterschiedliche Annahmen treffen. Ein alter beliebter Trick ging bisher beispielhaft so: Um die Pensionsschuld zu ermitteln, wurde etwa ein Zinssatz von vier Prozent angenommen. Als erhofften Ertrag aus dem reservierten Kapital für die Mitarbeiter kalkulierte das Finanzmanagement zum Beispiel mit einer Rendite von acht Prozent. Die Differenz aus den unterschiedlichen Annah- ➤

» men verbuchten die Finanzchefs als hübschen Sonderertrag in ihren Gewinn- und-Verlust-Rechnungen. Spätere Verluste zeigt man den Aktionären dort nicht, sondern versteckt sie im Eigenkapital.

Das Problem für Anleger hierzulande: Bei deutschen Unternehmen lässt sich die Pensionsfalle schwieriger erkennen als bei ausländischen. Nach angelsächsischer Methode werden alle Altersansprüche der Mitarbeiter in externe Fonds ausgelagert und sind verhältnismäßig einfach nachzurechnen. Zwischen Passau und Kiel aber finanziert der Großteil der Unternehmen Pensionsansprüche eben teils über externe Fonds, teils intern. Dafür stellen die Finanzchefs auf der Passivseite der Bilanz neben dem Eigenkapital und den Schulden des Unternehmens entsprechende Pensionsrückstellungen ein. Diesen Rückstellungen ordnen sie auf der Aktivseite der Bilanz entsprechendes Vermögen zu – beispielsweise Immobilien.

BARABFLÜSSE FÜR RENTNER

Entscheidend ist für Anleger zum Ersten die Summe aus innerhalb und außerhalb finanziertem Vermögen: Ergibt sich eine Lücke gegenüber den Verpflichtungen oder nicht? Zum Zweiten sind die Zinsannahmen, die die Unternehmen unterstellen, beachtenswert: Liegen sie oberhalb oder unterhalb des üblichen Maßstabs? Zum Dritten ist wichtig, wie viel Bares jährlich abfließt, um die Pensionslasten schultern zu können. „Wir schauen uns vor einer Beurteilung immer an, was es bei den einzelnen Unternehmen in dem untersuchten Jahr insgesamt an Parameteränderungen und Sondereffekten gegeben hat“, sagt Stefan Oecking, Pensionsspezialist bei Mercer.

Um allen Anlegern einen Überblick aus den wichtigsten Daten zu Pensionen zu geben, haben die Berater von Mercer Zahlen zu den Verpflichtungen und dem externen Vermögen analysiert. Die Wirtschaftsprüfer von BDO haben die Zinsannahmen unter die Lupe genommen. Und die Wissenschaftler der Universität St. Gallen haben konkrete Schätzungen zu künftigen Barabflüssen aus der Bilanz zugunsten der Pensionäre errechnet. Zudem komplettieren Bilanzzahlen zu den Pensionsrückstellungen aller Dax-30-Unternehmen das Bild.

Zumindest Pensionäre dürfen demnach aufatmen: Da die Unternehmen in der Vergangenheit vor allem zulasten des Aktionärskapitals gearbeitet haben, ist die aktuell ermittelte Lücke überschaubar. Nur gut 14,5 Milliarden Euro fehlen derzeit in Sum-



MIETSCHULDEN

Bei der Deutschen Bank gingen Stand heute die Schulden um vier Milliarden Euro nach oben, müssten alle Leasingverträge erfasst werden.

Binnen zwei Jahren werden 71 Milliarden Euro Kapital ausradiert

me. Potenzielle Gefahren drohen vor allem bei Unternehmen mit sehr hohen Ansprüchen der Mitarbeiter, sollten die Zinsen niedrig bleiben.

Denn mit zu optimistischen Annahmen ist jetzt Schluss: Der Zinssatz für die Abzinsung der Pensionsverpflichtungen und für den erwarteten Ertrag aus dem bereits reservierten Pensionsvermögen muss ja seit diesem Jahr identisch sein. Mercer schätzt, dass deswegen die Gewinne der 30 Dax-

Unternehmen insgesamt nun Jahr für Jahr um 1,0 bis 1,5 Milliarden Euro niedriger ausfallen dürften. Und nur ein Prozentpunkt weniger als Abzinsungsfaktor dürfte auf Sicht der kommenden Jahre ein weiteres Loch von mehr als 50 Milliarden Euro in die Dax-30-Bilanzen reißen. Die aktuellen Gefahren für den Kurs sind derzeit vor allem bei Unternehmen hoch, die entweder

- recht große Lücken haben oder
- wenig konservative Annahmen treffen
- oder bei denen künftige Liquiditätsabflüsse angesichts ohnehin schon schwieriger Geschäfte eine deutliche Zusatzbelastung sein werden.

AUF DEN LETZTEN DRÜCKER

Daimler etwa zinst zwar konservativ ab, hat aber mit fehlenden Pensionsgeldern von fast 6,7 Milliarden Euro die größte Lücke im Dax. ThyssenKrupp steckt ohnehin in schwerem Fahrwasser wegen Fehlinvestitionen in Stahlwerke in den USA und Brasilien. Dass nach der aktuellen Neuregelung für die Pensionen demnächst jährlich geschätzte 459 Millionen Euro an die Pensionsfonds oder in die Rückstellung fließen müssten, drückt den Essener Konzern schwerer als der jährliche Abfluss von knapp 1,6 Milliarden Euro bei VW, deren Geschäfte auf Touren sind.

Die Deutsche Post reduzierte noch auf den letzten Drücker vor dem Bilanzstichtag ihre Lücke, indem sie drei Anleihen über zwei Milliarden Euro ausgab, um mit den Schulden ihr ausgelagertes Vermögen aufzupolstern. Post-Aktionäre sind direkt betroffen, denn ein Papier ist eine Wandelanleihe, die später in Aktien getauscht werden kann. Bis zu fast vier Prozent aller Aktien der Post könnten damit demnächst neuen Anteilseignern gehören, Altaktionäre besäßen dann wegen der Dotierung der Pensionsfonds weniger an ihrem Unternehmen.

So richtig gesagt hat ihnen das niemand. ■

christof.schuermann@wiwo.de

Kleine Veränderung, Riesenwirkung			
Wie stark sich eine Änderung der Zinsen auf den Gegenwartswert von Pensionszusagen ausgewählter Dax-Unternehmen auswirkt			
Unternehmen	Reduzierung Zinssatz 2012 gegenüber 2011	Pensionszusagen 2011*	Pensionszusagen 2012*
	(in Prozentpunkten)	(in Milliarden Euro)	
Commerzbank	1,00	5,2	6,1
Bayer	1,30	12,9	16,0
Henkel	1,30	2,3	2,7
E.On	1,35	9,5	11,2
ThyssenKrupp	1,40	5,7	6,5
BASF	1,50	18,6	22,1
Siemens	1,60	16,6	20,0
RWE	1,75	16,1	19,8
Summe		86,9	104,4

* Barwert, nur deutsche Verpflichtungen (teilweise identisch mit Gesamtverpflichtung); Quelle: BDO

Gut 14,5 Milliarden Euro fehlen

Wie viel Kapital die 30 Dax-Unternehmen für die Altersvorsorge der Mitarbeiter bunkern müssten, wie viel tatsächlich außerhalb und innerhalb der Bilanz zurückgelegt ist¹

Unternehmen	Pensionsverpflichtungen	extern über Fonds finanziertes Vermögen	Anteil des externen Vermögens	bilanzielle Pensionsrückstellungen	Unter (-)/Überdeckung	Abzinsungssatz 2012 ²	Abzinsungsansatz	für Pensionslasten abfließende Liquidität ³	Fazit:
	(in Millionen Euro)	(in Millionen Euro)	(in Prozent)	(in Millionen Euro)	(in Millionen Euro)	(in Prozent)	in der Tendenz...	(pro Jahr in Millionen Euro)	Relevanz für den Aktienkurs
Adidas	317	76	24	251	10	3,50	eher durchschnittlich	16	niedrig
Allianz	19 228	11 206	58	3 852	-4 170	3,30	eher konservativ	535	hoch
BASF	22 121	16 739	76	5 421	39	3,50	eher durchschnittlich	359	mittel
Bayer	21 766	13 030	60	9 373	637	3,20	eher konservativ	582	mittel
Beiersdorf	1 223	848	69	182	-193	3,50	eher durchschnittlich	25	niedrig
BMW	16 402	12 448	76	3 965	11	3,00	eher konservativ	264	niedrig
Commerzbank	7 273	6 489	89	210	-574	3,80	wenig konservativ	52	mittel
Continental	4 127	1 814	44	1 477	-836	3,40	eher durchschnittlich	154	mittel
Daimler	23 933	14 207	59	3 035	-6 691	3,10	eher konservativ	648	hoch
Deutsche Bank	14 830	13 602	92	2 154	926	3,70	wenig konservativ	82	niedrig
Deutsche Börse	328	233	71	95	0	3,50	eher durchschnittlich	6	niedrig
Deutsche Post	14 748	9 758	66	2 442	-2 548	3,70	wenig konservativ	333	hoch
Deutsche Telekom	8 978	1 680	19	7 280	-18	3,26	eher konservativ	487	mittel
E.On	16 778	11 881	71	4 890	-7	3,40	eher durchschnittlich	326	mittel
Fresenius	986	294	35	679	-13	4,04	wenig konservativ	46	mittel
Fresenius Med.Care⁴	497	173	30	321	-3	4,14	wenig konservativ	22	mittel
HeidelbergCement	4 577	3 828	84	1 019	270	4,27	wenig konservativ	50	mittel
Henkel	4 850	3 900	80	960	10	3,00	eher konservativ	63	niedrig
Infineon	676	383	57	293	0	3,50	eher durchschnittlich	20	niedrig
K+S	541	388	72	89	-64	3,50	eher durchschnittlich	10	niedrig
Lanxess	1 854	1 146	62	892	184	5,10	wenig konservativ	47	hoch
Linde	5 937	5 133	86	1 105	301	3,50	eher durchschnittlich	54	mittel
Lufthansa	15 057	9 177	61	2 076	-3 804	3,50	eher durchschnittlich	392	hoch
Merck	2 830	1 634	58	1 212	16	3,50	eher durchschnittlich	80	mittel
Münchener Rück	4 234	2 000	47	2 324	90	3,10	eher konservativ	149	niedrig
RWE	22 331	15 511	69	6 856	36	3,50	eher durchschnittlich	455	mittel
SAP	851	778	91	71	-2	3,30	eher konservativ	5	niedrig
Siemens	33 020	24 052	73	9 926	958	3,20	eher konservativ	598	mittel
ThyssenKrupp	8 961	2 082	23	7 708	829	3,60	wenig konservativ	459	hoch
Volkswagen	31 185	7 288	23	23 969	72	3,20	eher konservativ	1 593	mittel
Summe Dax 30	310 439	191 778	62	104 127	-14 534				

¹ jeweils zum letzten Bilanzstichtag (30. September oder 31. Dezember); ² je niedriger der Abzinsungssatz, desto mehr Geld müssen die Unternehmen für die Altersvorsorge zurücklegen, deshalb gilt ein niedriger Zins in dem Fall als konservativer Bilanzansatz; aufgeführt sind nur die Zinssätze für deutsche Verpflichtungen, die in der Regel das Gros ausmachen; ³ Schätzung der Universität St. Gallen auf Basis der Geschäftsberichte und einer unterstellten Restdienstzeit der Mitarbeiter von im Durchschnitt 15 Jahren; ⁴ Zahlen nach US-GAAP; Quelle: Mercer, BDO, Bloomberg, Universität St. Gallen, Institut für Accounting, Controlling und Auditing; Zahlen teilweise gerundet