

*Sal. Oppenheim*

---



**Lehrstuhl für Internationale  
Unternehmensrechnung**

Pressekonferenz

## IFRS-Accounting does matter!

EPS steigen und werden volatiler!

Historische Bewertungsmaßstäbe verwischen!

Cash Flow Analyse wird bedeutsamer!

Frankfurt, 11. Januar 2007

Dieter Pfundt, Mitinhaber Sal. Oppenheim

Prof. Dr. Bernhard Pellens, Ruhr-Universität Bochum

Dr. Wolfgang Sawazki, MD Sal. Oppenheim

Dr. Ralf Zimmermann, Sal. Oppenheim



Pressekonferenz 11.01.2006

## IFRS-Accounting does matter!

- 1. IFRS-Accounting Änderungen und EPS Inkonsistenzen

Ausgangspunkt: Goodwill – Pensionen – Sonstige

Ausblick

- 2. Empirische Beobachtungen

Gesamtmarkt: Ertrag – Cashflow – Bewertung

Sektoren: Financials – Industrials

- 3. Zusammenfassung und Implikationen

Kapitalmarkt – Ersteller – Analysten – Investoren – Presse

IFRS-Accounting Änderungen

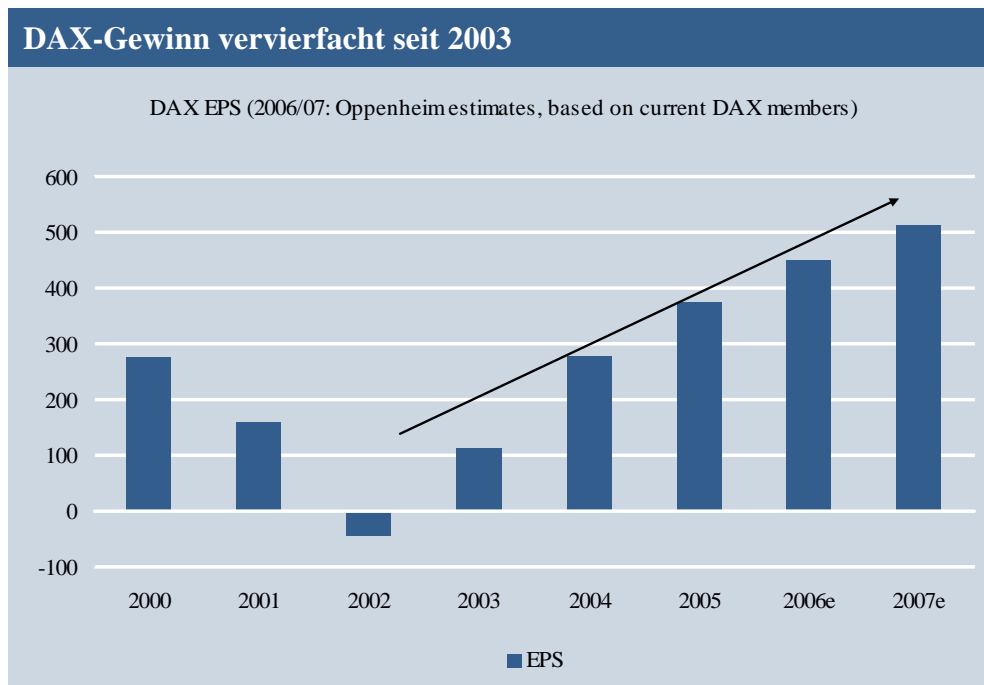
## Ausgangspunkt: Bilanzierungswechsel auf IFRS ermöglicht eine neue Unternehmensstory

- Seit 2005 bilanzieren alle europäischen kapitalmarktorientierten Unternehmen nach einheitlichen IFRS-Rechnungslegungsregeln.
- Die langfristig erhoffte Vergleichbarkeit ist durch die vielfältigen Übergangsregulierungen und durch die häufigen Änderungen in den IFRS sowohl intertemporal als auch zwischen den Unternehmen zunächst noch stark eingeschränkt.
- Accounting Änderungen nehmen maßgeblich Einfluß auf den Gewinnausweis von Unternehmen > müßte zu erhöhter Aufmerksamkeit bei Vorständen, Anlegern, der Presse und der Öffentlichkeit führen > Gegenteil ist der Fall!
- Entscheider schließen Erkenntnislücke nur langsam; öffentliches Verständnis ist gering und einige Banken lagern in einer Zeit, in der Accounting erstmals sehr bedeutsam wird, Teile des Modelling nach Indien aus.

IFRS-Accounting Änderungen

## Ausgangspunkt: Starker EPS-Anstieg in 2004, 2005 und 2006

### DAX-Gewinn vervierfacht seit 2003



- Ist die EPS-Steigerung durch operative Verbesserung und/oder durch Accounting-Veränderungen getrieben?
- EPS Anstieg geht über die Dynamik in früheren Zyklen hinaus. Operative Marge auf 25 Jahreshoch. Weiterer Gewinnanstieg in 2007 und 2008 erwartet.

IFRS-Accounting Änderungen

## Ergebniserhöhende Sachverhalte bei der **HGB-IFRS-Umstellung**

- Aktivierung F&E und Bauzinsen
  
- Aktivierung latenter Steuern
  
- Lineare versus degressive Abschreibung
  
- Konsolidierung bei de facto Control
  
- Fair Value Accounting (positiv bei steigenden Asset Preisen)
  
- Vorratsbewertung

> **Viele Elemente sind reine buchhalterische Accounting-Größen. Sie besitzen keine Cash Flow Relevanz und schlagen sich vielfach später ins Negative um > Gewinnerhöhende Elemente im Aufschwung > mittelfristige Erhöhung der Ergebnisvolatilität.**

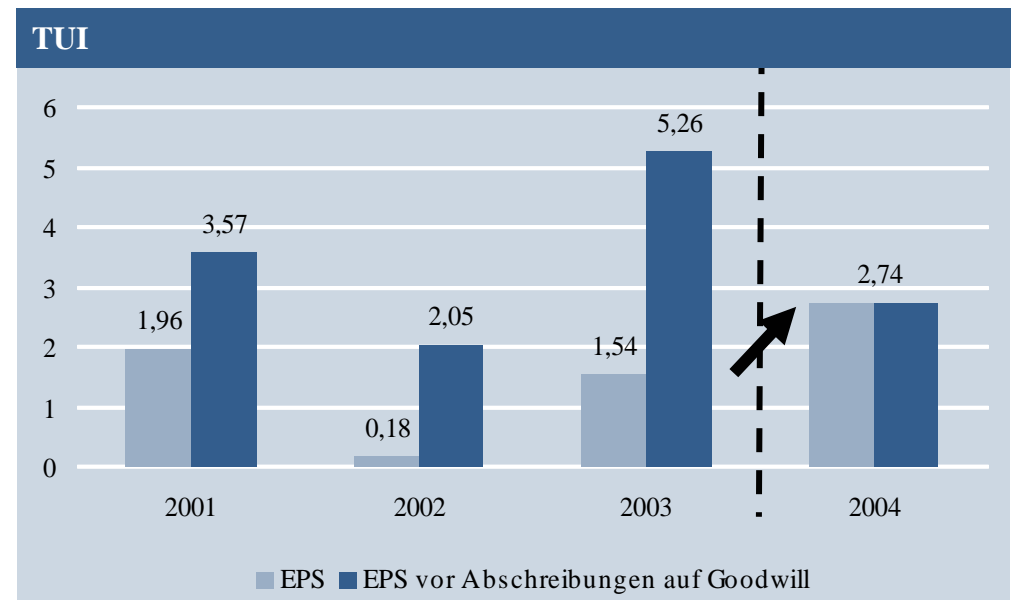
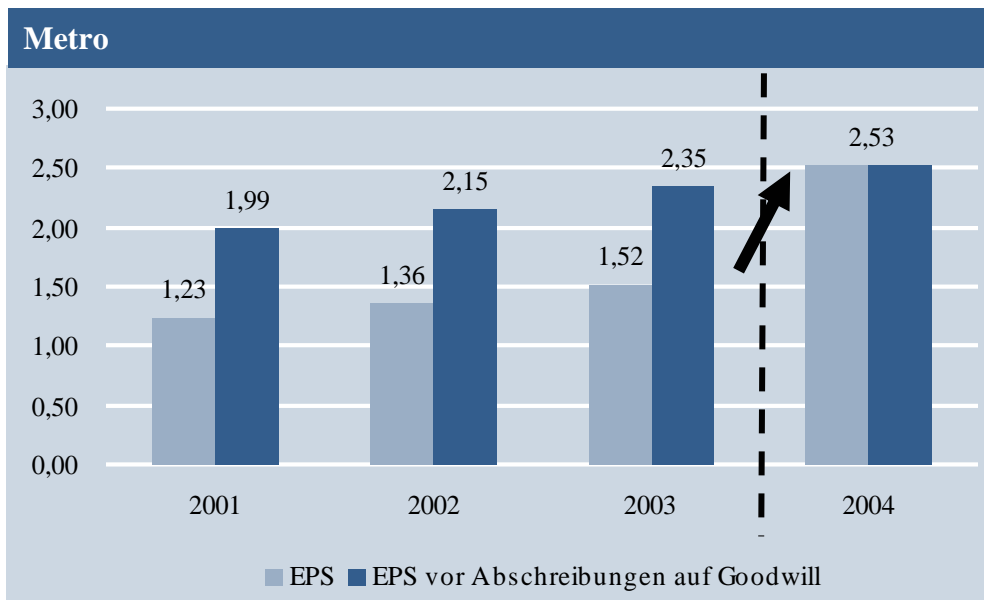
Wesentliche IFRS-Accounting Änderungen

## 1. Abschaffung der planmäßigen Goodwill Abschreibung (IAS 36) (1)

- Änderung von IAS 36: Verbot der planmäßigen Abschreibung des Goodwill ab 2004.
- Einführung eines regelmäßigen Tests auf Wertminderung (Impairment Test).
- Ergebniswirkung:
  - Tendenziell positiver Einfluss auf EPS, da planmäßige Abschreibung entfällt.
  - In wirtschaftlich schlechten Zeiten: Gefahr des Impairment steigt, hohe aperiodische Ergebnisbelastung durch außerplanmäßige Abschreibungen möglich.
  - Ergebnisvolatilität steigt.
- Ausmaß der Wertminderung aufgrund von Wahlrechten bei der Durchführung des Impairment- Tests für Außenstehende schwer nachvollziehbar.
- Vergleichbarkeit von Unternehmen wird erschwert und Bewertungsannahmen nicht transparent.

Wesentliche IFRS-Accounting Änderungen

# 1. Abschaffung der planmäßigen Goodwill Abschreibung (IAS 36) (2)



- Bis 2003 planmäßige Goodwillabschreibungen in Höhe von ca. €250 Mio. Ab 2004 Wegfall der planmäßigen Goodwillabschreibungen.

- Bis 2003 planmäßige Goodwillabschreibungen von ca. €280 Mio. 2003 zusätzlich a.o. Abschreibung von €368 Mio. Ab 2004 Wegfall der planmäßigen Goodwillabschreibungen.

> **Deutliche Ergebnissteigerungen, die das Gewinnniveau und die Volatilität dauerhaft erhöhen.**

Wesentliche IFRS-Accounting Änderungen

## 2. Neues Wahlrecht bei Bilanzierung von Pensionen (IAS 19) (1)

- Neue Option zum Fair Value-Ausweis der Pensionsverpflichtungen in der Bilanz (anwendbar frühestens ab 2004).
  
- Option versicherungsmathematische Gewinne/Verluste ergebnisneutral mit dem EK zu verrechnen. Insofern gehen umfangreiche Pensionsaufwendungen dauerhaft an der GuV und an den EPS vorbei.
  
- Ergebniswirkungen:
  - Tendenzieller Anstieg der EPS, da ergebniswirksame Verrechnung der versicherungsmathematischen Verluste (insbes. bei niedrigem Zinsniveau, schlechter Börsenlage) entfallen können.
  - Starke Volatilität des Funded Status schlägt sich nur noch ergebnisneutral im EK nieder.

> **Technische Anhangangaben, die von den Investoren aber kaum genutzt werden (können) ⇒ Unternehmens- und Zeitvergleich aufgrund von Verfahrenswahlrechten stark eingeschränkt.**



Wesentliche IFRS-Accounting Änderungen

## 2. Neues Wahlrecht bei Bilanzierung von Pensionen (IAS 19) (2)

### ■ Beispiel Bayer:

- Bis 2004: Ergebniswirksame Amortisation der den Korridor übersteigenden versicherungsmathematische Gewinne und Verluste. In 2004 wurde dadurch der Jahresüberschuß um €124 Mio. gemindert.
- Ab 2005: Anwendung der neuen Option. Ergebnisneutrale Verrechnung der versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste mit dem Eigenkapital. In 2005 wurde dadurch das Eigenkapital um €1.207 Mio. gemindert. Der Jahresüberschuß und die EPS bleiben davon unberührt.

> **Ergebniseffekte in dreistelliger Millionenhöhe durch die Änderung in der Pensionsbilanzierung. Weitere Änderungen sind durch den US-amerikanischen Standardsetter FASB eingeleitet.**

IFRS-Accounting Änderungen

## Ausblick: Weiterentwicklung des Accounting bis 2008/09

- Überarbeitung des Rahmenkonzepts
- Entwicklung der GuV / Performance Reporting
- Umsatzrealisation
- Leasing
- Full Goodwill-Methode
- Rückstellungen

> **Das IFRS-Regelwerk befindet sich in einer grundlegenden Neuorientierung zur Full-Fair-Value Bilanzierung. Diese Dynamik ist bei der Unternehmensanalyse durch die fortlaufende Anpassung historischer Bewertungsmaßstäbe zu berücksichtigen.**

IFRS-Accounting Änderungen

## Durch die Accounting-Änderungen sinkt die Aussagekraft der klassischen EPS-Größen

- Teil der Fair Value-Änderungen geht dauerhaft an der GuV und den EPS vorbei und erscheint „nur“ im EK.
  
- Daher gebietet sich eine stärkere Fokussierung auf das Other Comprehensive Income und den Operativen Cash Flow
  - Heute schon die Regel im Bereich Financial Institutions, da OCI bei diesen Unternehmen eine hohe Bedeutung hat (Available for Sale Wertpapiere, Derivate).
  - Insbesondere bei privaten Investoren steht aber die Eigenkapitalveränderungsrechnung und CF-Rechnung nicht im Fokus, Konzentration auf GuV.
  - IASB will Comprehensive Income Größen stärker in den Vordergrund rücken.
    - Änderung IAS 1
    - Performance Reporting Projekt

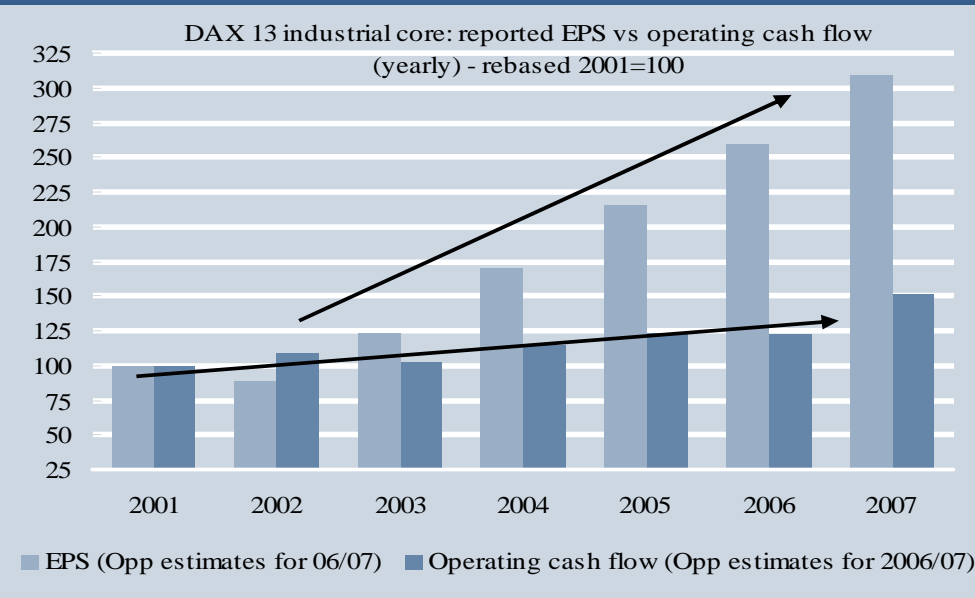
## IFRS-Accounting Änderungen Zwischenfazit

- Die Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS hat das EPS-Niveau der Unternehmen erhöht.
- Aufgrund der zunehmenden Fair Value-Bilanzierung in der IFRS-Rechnungslegung steigt die Volatilität der EPS.
- Die aufgeführten IFRS-Änderungen (Goodwill und Pension) zeigen, daß der beobachtete Anstieg der EPS nicht allein auf operative Gewinne zurückzuführen ist.
- Insofern genügt die alleinige Fokussierung auf EPS-Größen oder ein historisches KGV nicht. Eine Bereinigung ist notwendig. Die Veränderung des Comprehensive Income und des Cash Flow zeigen die Gesamtveränderungen eines Jahres besser

Empirische Beobachtungen Gesamtmarkt

## Accounting-Effekte überzeichnen Gewinnwachstum > IFRS-Änderungen mit positivem Bias in Aufschwung

### Gewinne steigen stärker als Cash Flows



### DAX-Gewinne 2001-05 (basierend auf Zusammensetzung Ende 2005)

	Adj. EPS	Berichtete EPS	Other Comprehensive Income	Comprehensive income
2001	232	140	-252	-112
2002	99	1	-447	-445
2003	186	126	28	153
2004	328	322	-13	309
2005	388	428	173	601

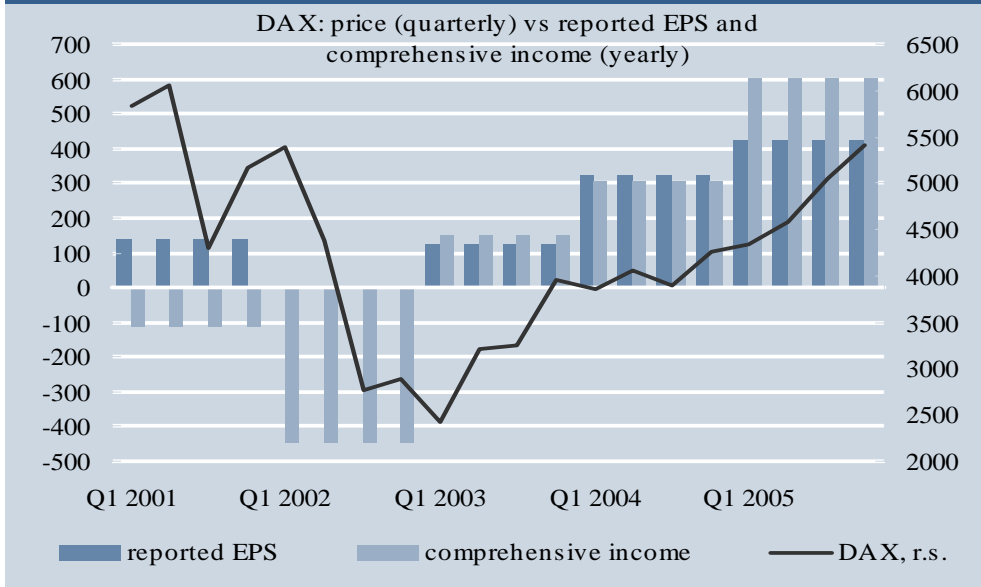
> Nach Adjustierung sind ausgewiesene Gewinne um ca. 15 % überzeichnet;  
zusätzlich: unterschiedliche Erfassung von Restrukturierungsaufwand bei Gewinnen und Cash Flows

> IFRS-Accounting erhöht Gewinnausweis und macht Ergebnisse volatiler

Empirische Beobachtungen Gesamtmarkt

## OCI-Schwankungen verursachen hohe EK-Veränderungen - Kurseinfluß wächst

### CI schwankt stärker als berichtete EPS



### Wechselkurs/Finanzmärkte bestimmen OCI

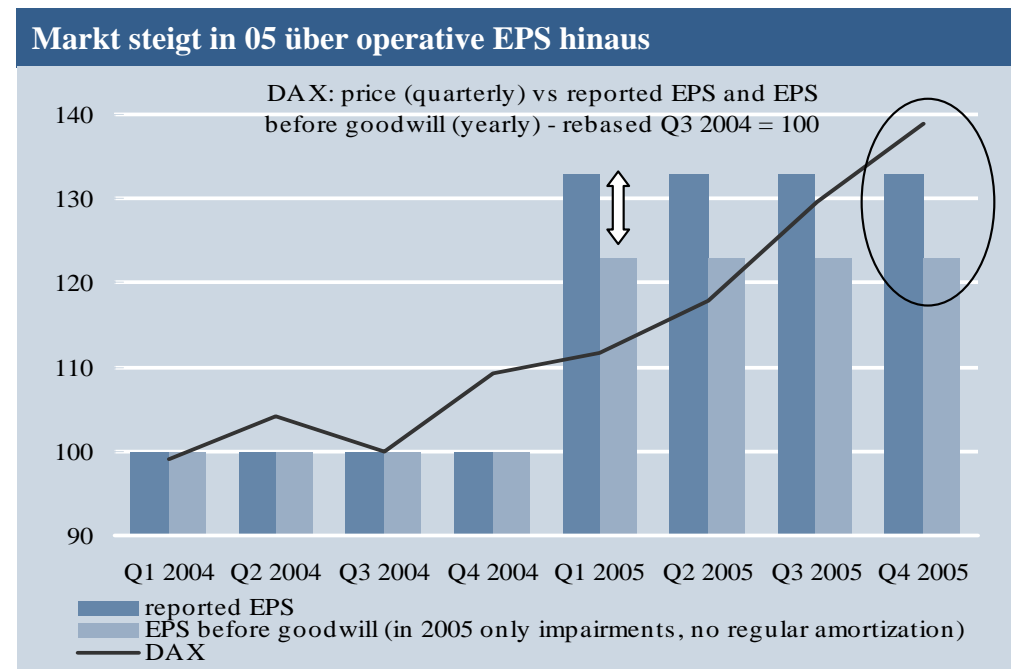
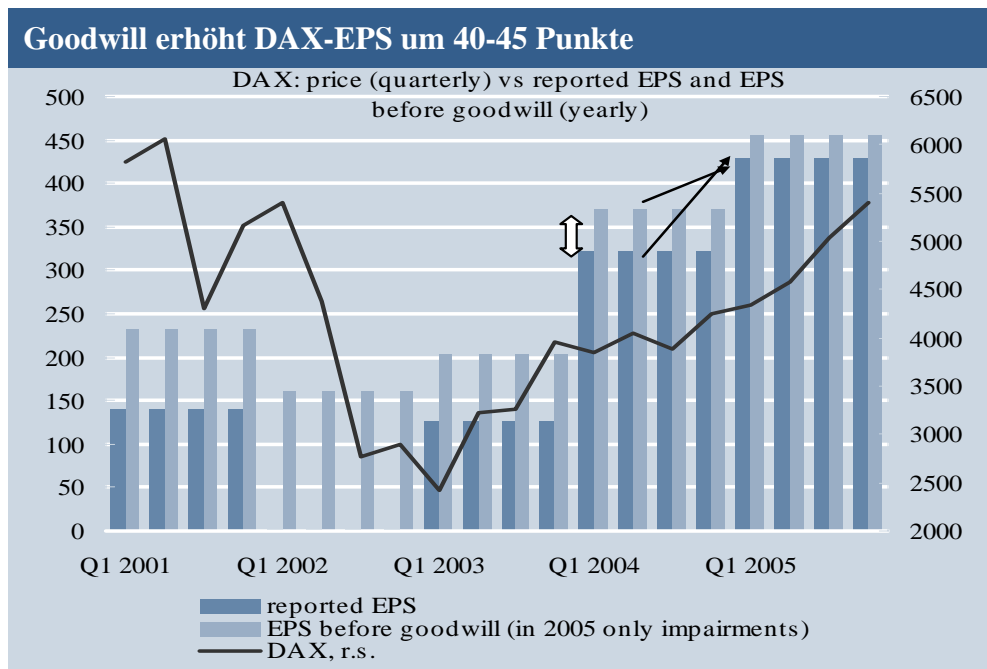
(1) Jahresüberschuß	51.262
(2) Other Comprehensive Income (erfolgsneutrale Eigenkapitalveränderung)	18.975
davon	
(2a) Währungsumrechnung	14.919
(2b) Fair Value von Finanzinstrumenten	11.348
(2c) Derivate	-3.469
(2d) Versicherungsmathematische Gewinne/Verluste bei Pensionen	-7.241
(2e) Sonstiges	3.425
(3) Comprehensive Income (gesamte Eigenkapitalveränderung) = (1) + (2)	70.237

> Wechsel zu Fair Value Accounting erhöht Gewinn- und Kursvolatilität: z.B. 2005 ist OCI knapp 40% höher gewesen als Jahresüberschuß

> Ab 2008 geplante Einführung des CI als zentrale Gewinngröße

Empirische Beobachtungen Gesamtmarkt

## Investoren orientierten sich an Goodwill-getriebenem Gewinnanstieg ⇒ starker EPS Signalling Effekt

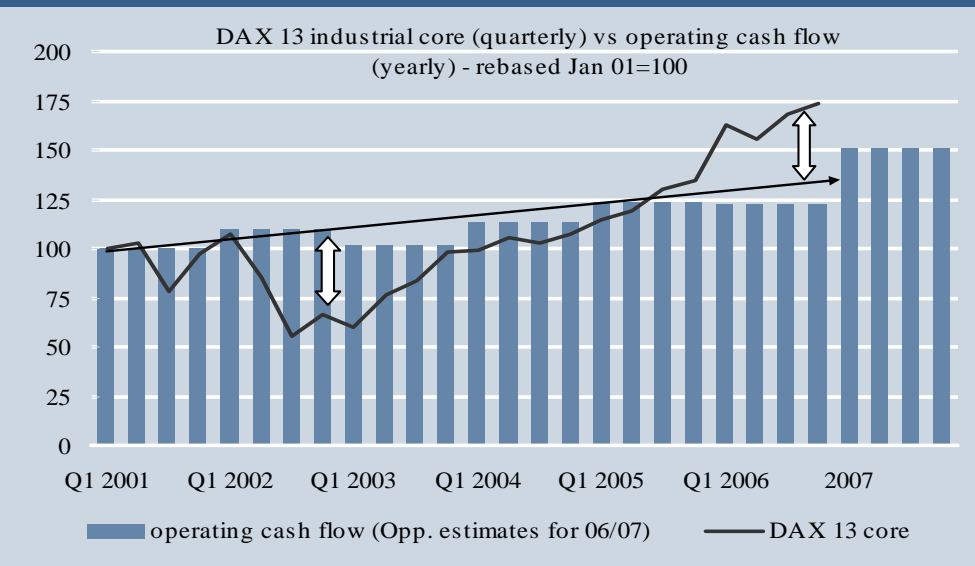


> 15 DAX Unternehmen änderten Goodwill Reporting 2005, 6 Unternehmen hatten 2004 umgestellt

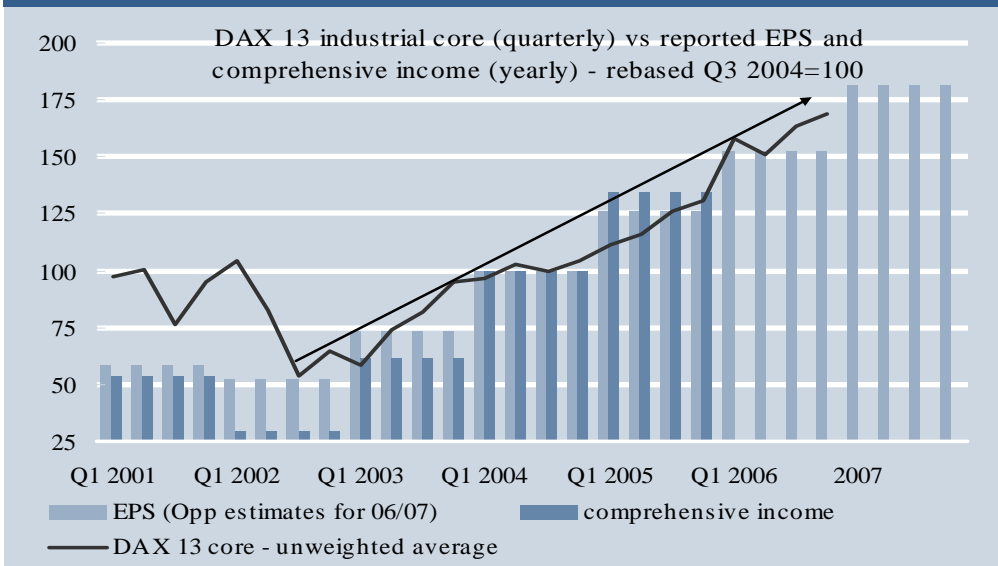
Empirische Beobachtungen Gesamtmarkt

## Markt ist mit den berichteten Gewinnen gestiegen – Cash Flow gibt aber langfristiges Aktienmarktpotential vor

### Langfristig treibt Cash Flow, ...



### ... kurz- bis mittelfristig jedoch EPS



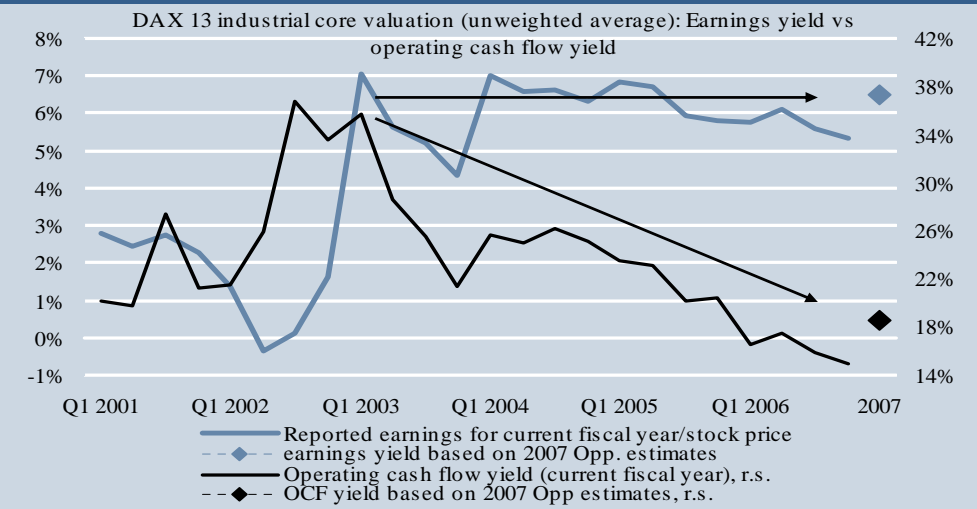
> Märkte haben 2002/03 deutlich nach unten übertrieben – bewegen sie sich nun in eine mehrjährige Übertreibung nach oben?



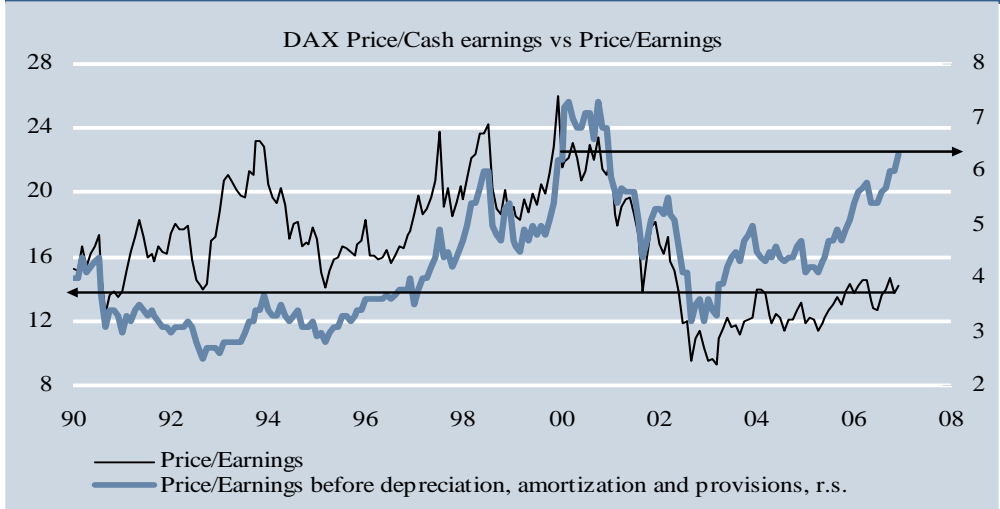
Empirische Beobachtungen Gesamtmarkt

## Nur Gewinn-basierte Bewertung ist niedrig, Cash Flow Bewertung ist hingegen hoch

### Cash Flow Bewertung auf Niveau von 2000



### Deutliche Bewertungs-Schere

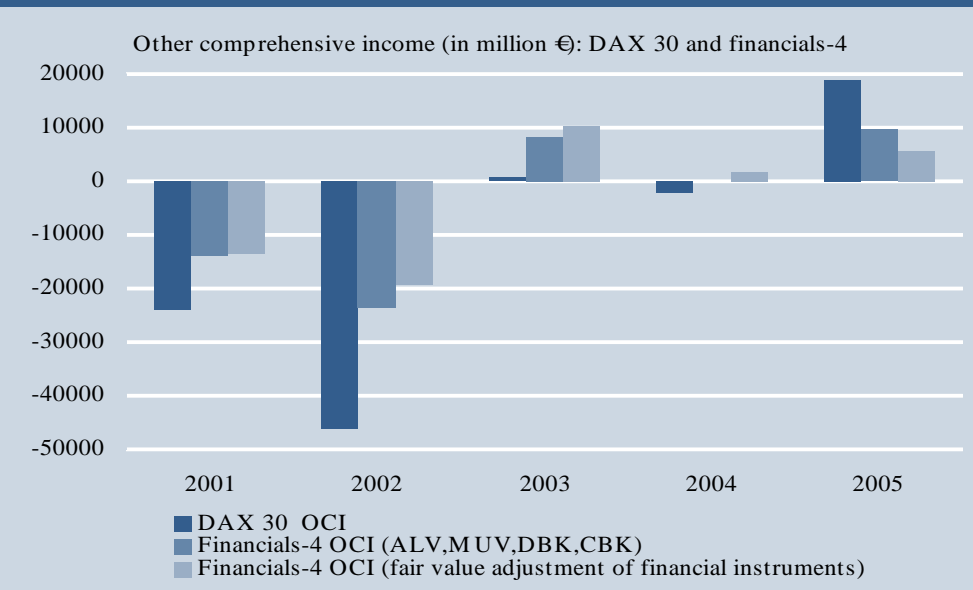


> Auf Basis der KGVs gab es keinen nennenswerten Bewertungsanstieg seit Markttief 2003, Cash Flow Bewertung hat sich aber seitdem deutlich verschlechtert

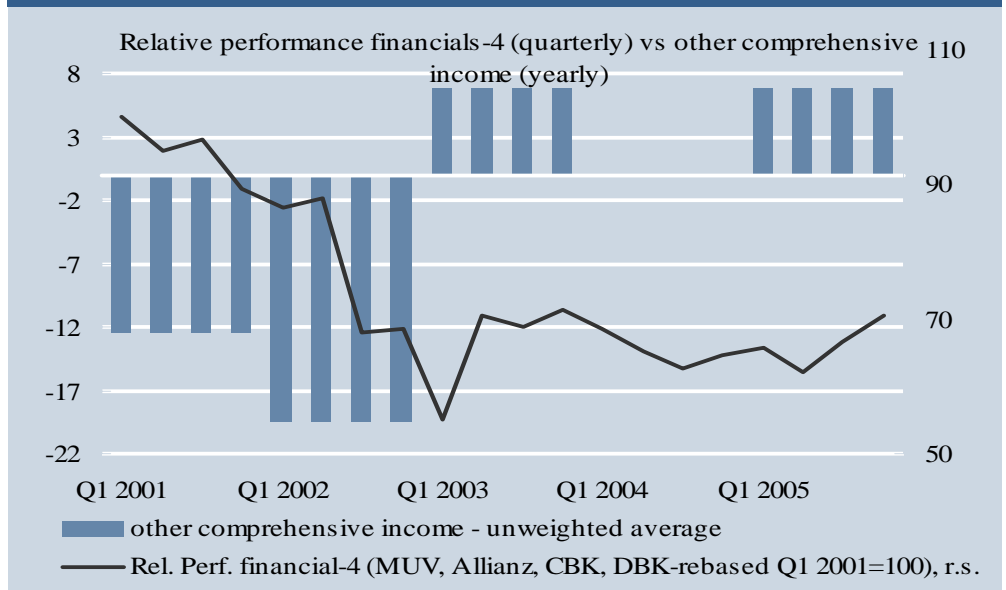
Empirische Beobachtungen Sektoren

## Financials handeln bereits das “Other Comprehensive Income”

### Financials prägen OCI beim DAX



### Financials hängen von Finanzmärkten ab

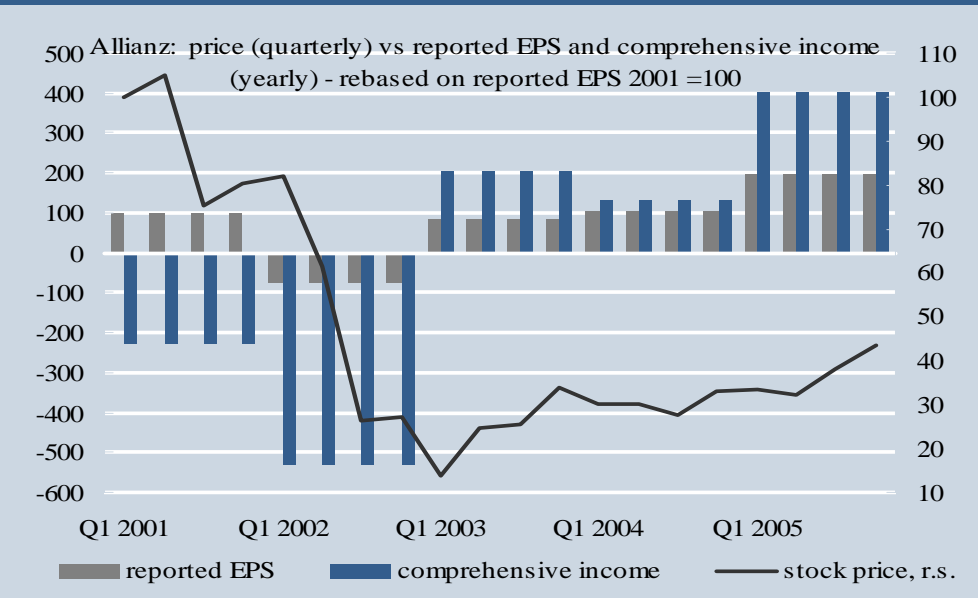


> **Rund 50% des DAX-OCIs kam von Financials. Fair Value Accounting bei Financials stärker ausgeprägt als bei Industriewerten.**

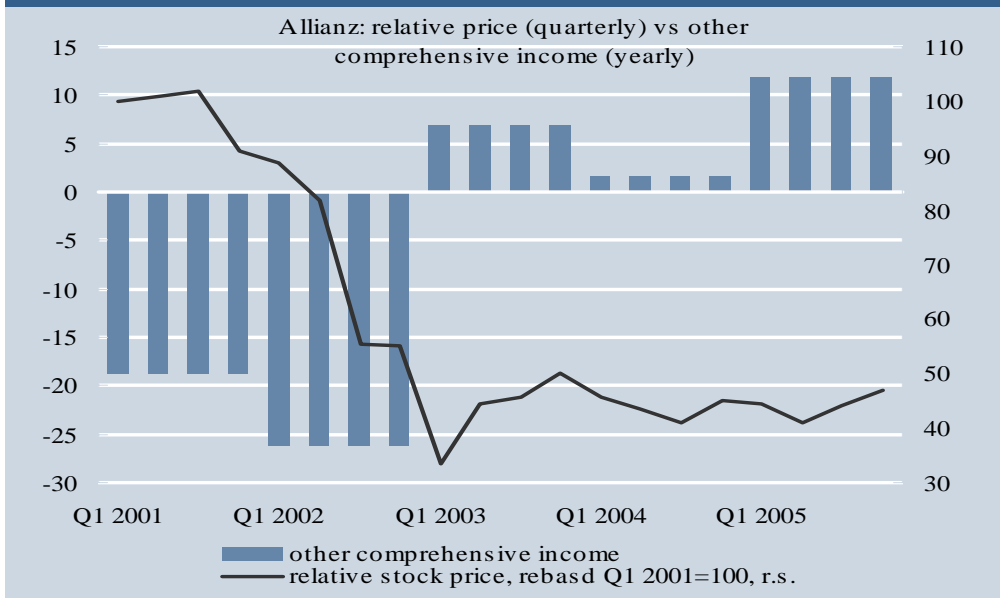
Empirische Beobachtungen

## Allianz schlägt den Aktienmarkt bei einem positiven OCI – vv.

### Starke Schwankungen bei der Allianz



### OCI treibt die relative Performance

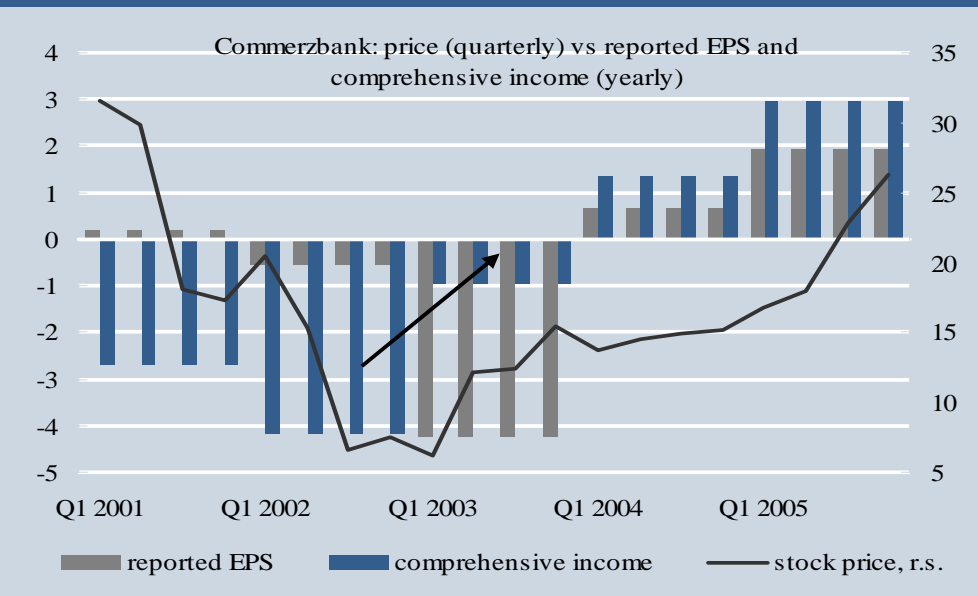


> Comprehensive Income 2005 doppelt so hoch wie berichtetes EPS, 2002 waren Verluste 6-mal so hoch wie berichtet.

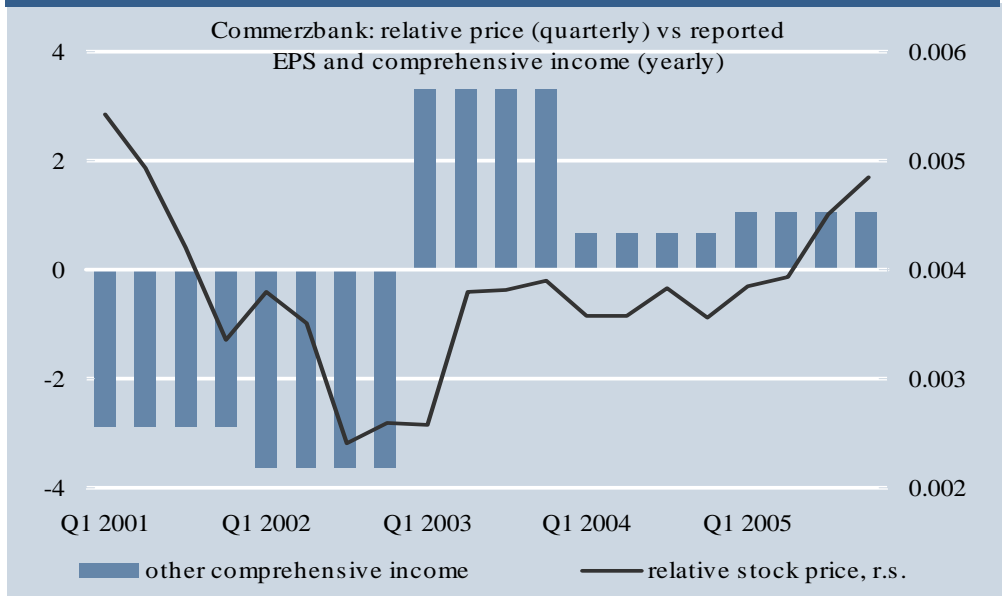
Empirische Beobachtungen

## Commerzbank Kurstrend durch Marktwertveränderungen dominiert

### Anleger schauen bereits auf den CI



### OCI bestimmt die relative Performance

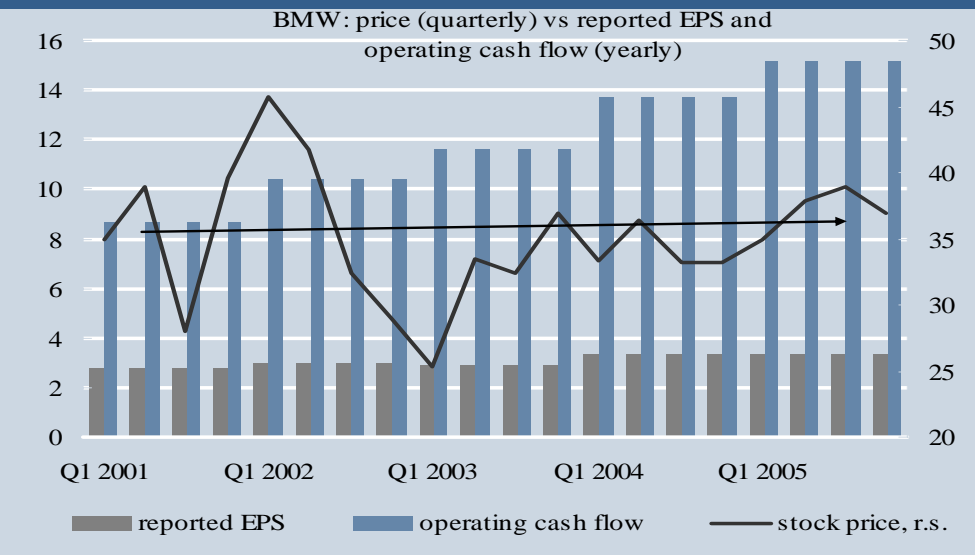


> OCI und berichtete EPS können auseinanderlaufen.

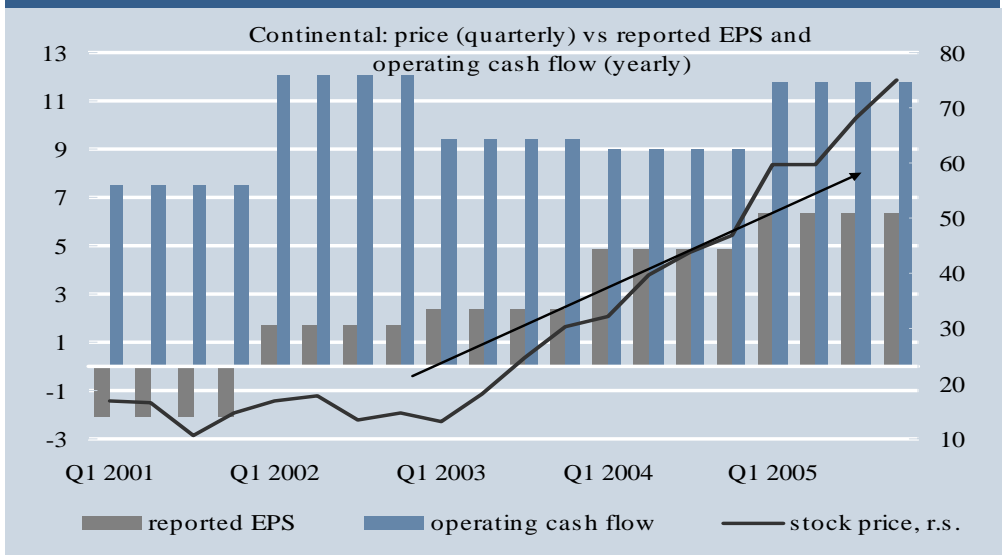
Empirische Beobachtungen

## Viele Industriewerte handeln auf kurze Sicht die berichteten Gewinne und nicht Cash Flows – wie bei BMW und Conti

### BMW: seitwärts trotz steigender Cash Flows



### Conti: gestiegen mit den Gewinnen



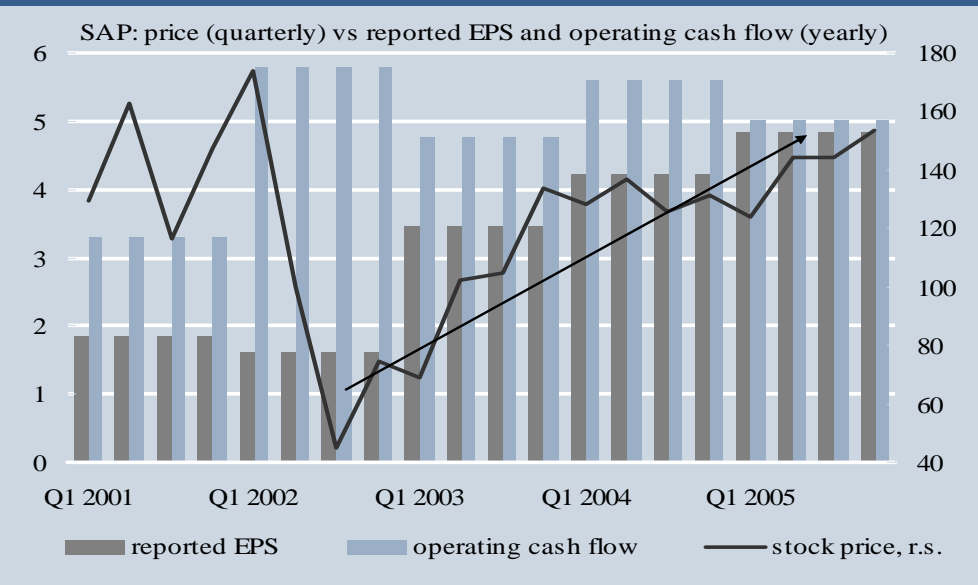
> **BMW: Anleger ignorierten stetig steigende Cash Flows**

> **Conti: stark unterbewertet in 2002 (operating cash flow yield 90%), Aktie erhielt erst mit steigenden Gewinnen Momentum**

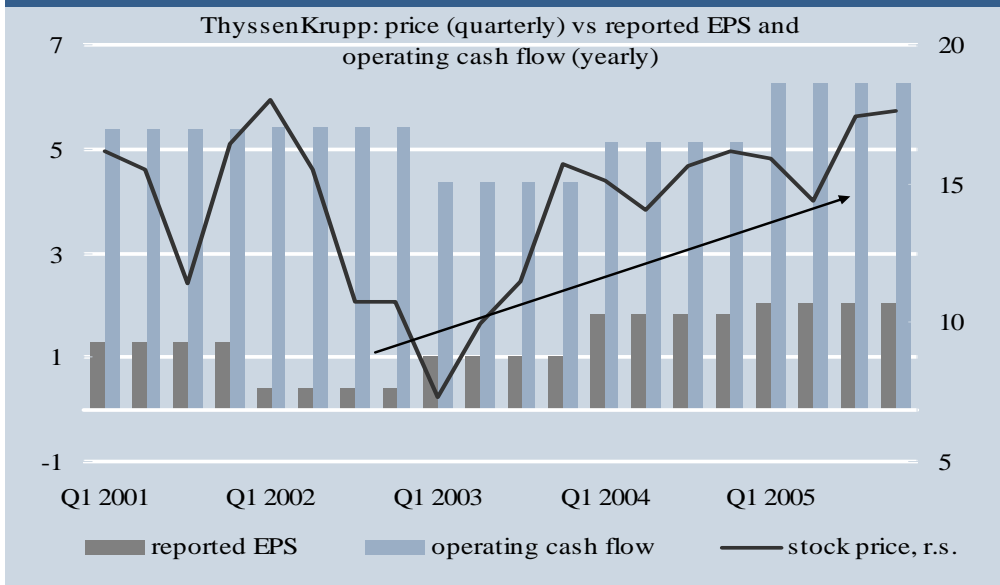
Empirische Beobachtungen

## SAP und ThyssenKrupp: Aktien stärker durch EPS-Änderungen als durch Cash Flows getrieben

### SAP: Investoren schauen auf EPS



### Berichtete EPS mit stärkstem Einfluß

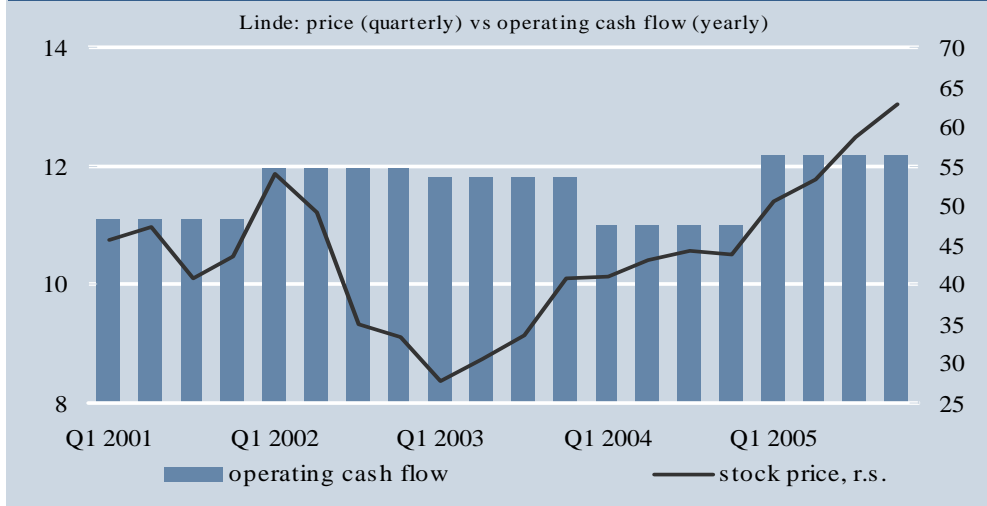


> ThyssenKrupp: 2005/06 haben Änderungen im Pensions-Accounting rund 7% zum EPS-Wachstum beigetragen

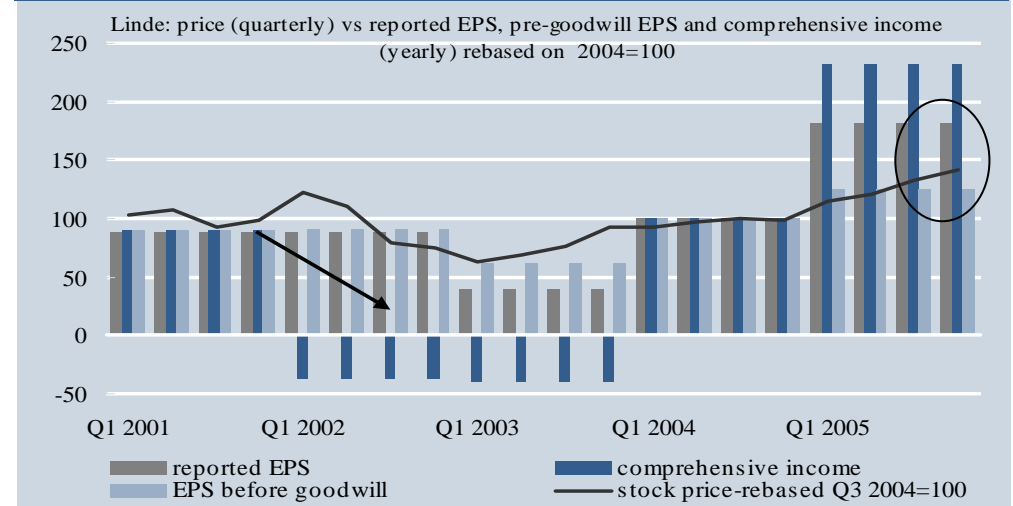
Empirische Beobachtungen

## Linde: Cash Flows wenig bedeutsam, Comprehensive Income und berichtete EPS (Goodwill) entscheidend

### Korrelation Cash Flows mit Kurs gering



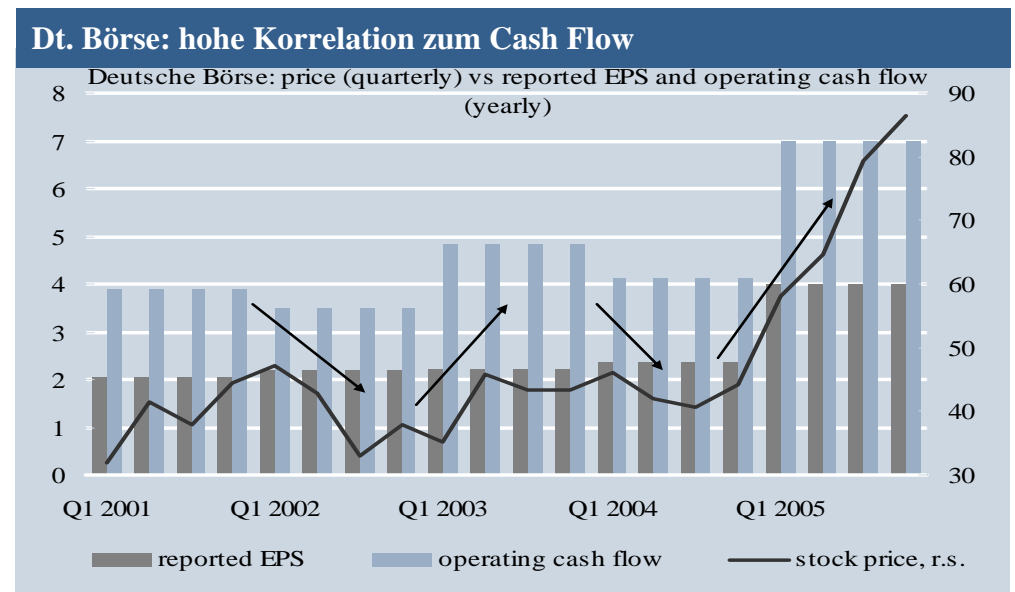
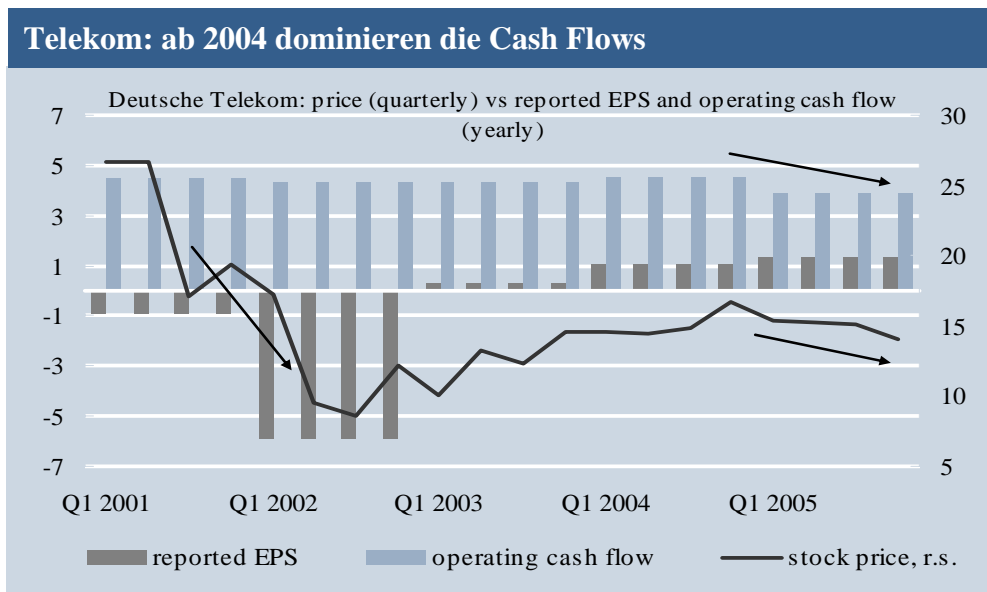
### Wegfall der Goodwill-Abschr. hat unterstützt



> **Kursanstieg Q3/2004 -2005 (43%) deutlich über Vor-Goodwill Gewinnanstieg (25%) – Unterstützung durch Wachstum der berichteten EPS (82%)**

Empirische Beobachtungen

## Deutsche Telekom und Deutsche Börse : Private Equity- Investoren schauen stark auf Cash Flows - Tendenz steigt?



> **Wahrnehmung der Investoren wandelt sich – zunehmende Bedeutung von Private Equity und Hedgefonds trägt zur wachsenden Cash Flow Orientierung bei**



Zusammenfassung und Implikationen

## Marktimplikationen der IFRS Umstellung

- Teil der Ergebnissteigerungen durch anhaltend positiven Accounting-Drift zu erklären, der sich weiter fortsetzen kann
  
- ⇒ Ergebnisanstieg bei DAX - Unternehmen im aktuellen Zyklus dynamischer und länger, absolutes Niveau deutlich höher als in früheren Zyklen
  - ⇒ Erwartung: Kursperformance im aktuellen Zyklus stärker und Zyklusdauer länger als in vergleichbaren Zyklen, Anlegerverhalten weiter durch EPS-Größen (Signalling) dominiert
  
  - ⇒ Asset Allocation: Aktienanleger sollten länger einen höheren Aktienanteil fahren, da Kursanstieg über die bisher vergleichbar beobachtbaren Levels hinausgeht

> **Aber: Moderater Cash Flow-Anstieg signalisiert auf Mehrjahressicht Einstieg in eine Überbewertung ⇒ Korrekturpotential im nächsten Abschwung dann erheblich**

Zusammenfassung und Implikationen

## Ableitbare Resultate für den Gesamtmarkt

- Historische Bewertungsmaßstäbe auf EPS-Basis lassen die Kapitalmärkte derzeit niedrig bewertet erscheinen. Es ist fraglich, ob diese Bewertungsmaßstäbe durch die Änderungen im Accounting noch Gültigkeit besitzen. Cash Flow-Bewertung auf Niveau von 2001!
- Erhöhte Ergebnisvolatilität durch stärkere Fair Value-Bewertung im Accounting (Trend wird sich in Zukunft fortsetzen)
- Erhöhte Volatilität heißt: stärkerer Anstieg der Ergebnisse in wirtschaftlich guten Zeiten, aber auch stärkerer Abfall in schlechten Zeiten

> **Folge: Aktienmarkt dürfte im aktuellen Umfeld anders als in früheren Zyklen aufgrund des Bewertungsschleiers keine PE-Expansion erfahren ⇒ hohe Cash Flow-Bewertung zeigt, daß diese de facto bereits stattgefunden hat**

> **Investoren werden sich zunehmend weitergehende Analysetools suchen ⇒ Cash Flows**

Zusammenfassung und Implikationen

## Ableitbare Resultate für den Gesamtmarkt

- Nicht alle relevanten Informationen der Performance werden in der GuV abgebildet, ein Teil wird nur im Comprehensive Income erfaßt: Stärkerer Fokus auf CI-Größen möglich > dies würde die Ergebnisvolatilität weiter erhöhen
- Versteht der Kapitalmarkt das? Oder folgen daraus höhere Kursschwankungen?

> Erkenntnisfortschritt der Accounting-Verwender und Neukonzeptionierung von Performance-Meßgrößen notwendig

Zusammenfassung und Implikationen

## Handlungsempfehlungen (1)

### ■ Rechnungslegungsregulierer:

- Fokussierung auf neue EPS Gesamtdefinition und zusätzlicher Ausweis von CI/share- oder OCF/share-Größen  $\Rightarrow$  Abbildung der Gesamtperformance

### ■ Ersteller/Unternehmensmanagement:

- Durch Änderungen im Accounting steigt die Ergebnisvolatilität. Dies führt zu einer höheren Risikoprämie sowie einer niedrigeren und volatileren Bewertung am Kapitalmarkt
- Adjustierung interner Steuerungssysteme: interne Performance-Maße sollten an die neuen Standards durch Bereinigung der Accounting-Effekte angepaßt werden
- Schaffung von Transparenz! Flexiblere Nutzung von EK Instrumenten

Zusammenfassung und Implikationen

## Handlungsempfehlungen (2)

### ■ **Analysten:**

- Stärkere Fokussierung auf Cash Flow-Größen als Ertragsindikator
- Ergebnisbereinigungen zunehmend notwendig
- Steigende Volatilität der Ergebnisse erfordert stärkere Normalisierung der Ergebnisse und Normierung auf Mid Cycle-Größen (Gefahr der Trendfortschreibung von Extremwerten)

### ■ **Externe Anleger und Aufsichtsrat:**

- Verzerrung der Managementvergütungssysteme: Einforderung einer Anpassung/Adjustierung der an Ergebnisgrößen gekoppelten Entlohnungssysteme und Verlängerung des Performance-Meßzeitraums

Zusammenfassung und Implikationen

## Handlungsempfehlungen (3)

### ■ Presse:

- Die Presse stellt insbesondere für Retail Investoren *das* Informationsmedium dar
- Eine Fokussierung auf EPS-Größen reicht nicht aus. Auch OCI- und Cash Flow-Größen sind von Relevanz und sollten bei der Berichterstattung berücksichtigt werden
- Stärkere Analyse der von den Unternehmen kommunizierten Ergebnisgrößen: Welcher Teil ist durch operative Tätigkeit und welcher durch Accounting-Änderungen verursacht?

> **Faire Performanceberichterstattung von hohem gesamtwirtschaftlichen Interesse. Anleger, Analysten, Presse und Management müssen Performancemessungen stärker an Cash Flow-Ergebnissen orientieren**

## Impressum

### **Herausgeber**

Sal. Oppenheim jr. & Cie.  
Kommanditgesellschaft auf Aktien  
Unter Sachsenhausen 4  
50667 Köln  
Internet: [www.oppenheim.de](http://www.oppenheim.de)

### **© Copyright**

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes unterliegen.

### **Haftungsausschluss**

Die Informationen in dieser Broschüre wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; wir übernehmen jedoch weder Haftung noch irgendeine Garantie. Die Broschüre darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Die in der Broschüre gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden.