CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE

9. Februar 2024

DIE SAISON DER KREATIVEN BUCHFÜHRUNG

Die Berichtssaison über die Geschäftsentwicklung im vierten Quartal 2023 ist bereits in vollem Gange. Leider ist damit in den Finanzabteilungen vieler Unternehmen wieder eine besondere Art des Könnens gefragt: die Kunst der kreativen Buchführung. Diese Unart an den internationalen Finanzmärkten hat aus unserer Sicht in den vergangenen Jahren zugenommen, so dass die Qualität der ausgewiesenen Zahlen nachgelassen hat.

Den zentralen Angaben über die Stärke eines Unternehmens können Investoren nicht mehr uneingeschränkt trauen. Das gilt besonders für die Bilanz, die Gewinn-und-Verlust-Rechnung (GuV) und die Kapitalflussrechnung. Besonders schlecht scheint die Qualität der sogenannten „non-GAAP earnings". Der Begriff stammt aus dem amerikanischen Rechnungslegungsstandard GAAP. Unter die Kategorie „non-GAAP earnings" fällt beispielsweise die Kennziffer EBITDA für das operative Ergebnis, den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen. Solche Kennzahlen können die Transparenz erhöhen. Oftmals wird jedoch dadurch Aktionären ein zu positives Bild eines Unternehmens vermittelt.

Das Arsenal der Bilanztrickser ist groß:

- **Vorgezogener oder gar „betrügerischer" Umsatzausweis:** Unternehmen dürfen Umsätze ausweisen, wenn ein Vertrag zustande gekommen ist, Einigkeit über den Preis besteht, die Leistung erbracht worden ist und eine hohe Zuversicht besteht, dass die Kunden zu einem späteren Zeitpunkt die Güter und Dienstleistungen auch tatsächlich bezahlen werden. Eine Vielzahl an Unternehmen verbuchen Umsätze vorzeitig, z.B. indem sie behaupten, eine Leistung sei erbracht, obwohl dies noch gar nicht der Fall ist. Einige wenige weisen sogar Umsätze mit fiktiven Kunden aus. Besonders schwierig ist es, solche Betrügereien zu erkennen, wenn die Unternehmen wie Wirecard nicht existente Kontostände ausweisen. Langzeitstudien in den USA zeigen, dass in 60 Prozent der Betrugsfälle, Umsätze vorzeitig oder betrügerisch ausgewiesen werden (Quelle: COSO, Fraudulent Financial Reporting, 1998 – 2007, An Analysis of US Public Companies, Seite 1). Einer der Tricks, zu dem Bilanzfälscher greifen.

- **Zu hoher oder falscher Wertansatz von Vermögensgegenständen:** Investitionen in Gebäude, Maschinen und andere Sachanlagen werden häufig mit zu hohen Anschaffungskosten bewertet. Betrügerische Unternehmen weisen oftmals fiktive Vermögensgegenstände aus oder solche, die ihnen gar nicht gehören. Ein besonderes Problem ist die Wahl und die Länge der Abschreibungsperioden. Gerade in dieser Berichtsperiode verlängern einige Unternehmen die Länge, über die sie Wertgegenstände abschreiben. Dies kann richtig sein, wenn der Wertgegenstand tatsächlich länger genutzt wird. Die Begründungen für die Verlängerung der Abschreibungsperioden einiger Unternehmen sind gerade in dieser Berichtsperiode aber oftmals wenig überzeugend.

- **Fehlerhafter Ausweis von Forderungen:** Viele Unternehmen schieben einen mehr oder weniger hohen Bestand an Forderungen vor sich her. Diese können sie als Vermögenswert buchen, weil ein Zufluss an Liquidität erwartet wird. Manche Finanzvorstände lassen Forderungen auch dann stehen, wenn sie sich längst als uneinbringlich erwiesen haben.

- **Verschiebungen innerhalb des Konzerns**: Wenn eine Mutter- oder eine Tochtergesellschaft im Konzern zu wenige Aktiva in der Bilanz ausweist, dann werden gerne kurz vor Ultimo Vermögensgegenstände innerhalb des Konzerns hin- und hergeschoben. Dann müssen die Wirtschaftsprüfer oftmals Sonderschichten einlegen. Die Höhe des Transaktionspreises für solche Transaktionen ist in vielen Fällen schwer nachzuvollziehen.

- **Schulden**: Auch mit Schulden lässt sich tricksen. Sie werden unter Umständen nicht ausgewiesen, indem sie in der Konzernbilanz nicht konsolidiert werden. Mit diesem Trick hatte Enron jahrelang die Öffentlichkeit getäuscht, bis das Unternehmen unter seinen riesigen Schulden zusammenbrach.

- **Änderung von Rechnungslegungsstandards**: Große Vorsicht ist angebracht, wenn Unternehmen häufig ihre Standards für die Rechnungslegung ändern oder neue Pro-Forma-Zahlen einführen, an denen die Anleger künftig den Erfolg des Unternehmens messen sollen. Pro Forma werden diese Zahlen genannt, weil sie nicht durch Rechnungslegungsvorschriften gedeckt sind.

Die Liste könnte man lange fortsetzen. Einige dieser Tricks sind wohlgemerkt nicht illegal. Das Problem: Die Anreize und Zielvorgaben von Managern sind oftmals zu kurzfristig gesetzt. Können sie diese Zielvorgaben nicht auf ehrliche Weise erreichen, dann nutzen einige Manager Wahlmöglichkeiten in der Rechnungslegung zu aggressiv aus. Wir sehen uns als Aktionäre, die ein Unternehmen über einen längeren Zeitraum in seiner Entwicklung begleiten wollen. Deshalb messen wir der Qualität eines Managements und der Güte der Rechnungslegung einen hohen Stellenwert bei. Wir investieren nach klar definierten Qualitätskriterien: Wir investieren in Unternehmen, die hohe Kapitalrenditen und klare Wettbewerbsvorteile aufweisen, die strukturell wachsen, zu einem aus unserer Sicht angemessenen Kurs am Markt bewertet und von einem ehrlichen und transparenten Management geleitet werden. Zu unserer Analyse zählt immer auch, dass unsere Portfoliomanager die Güte der Rechnungslegung kritisch hinterfragen.

Die Kunst der Bilanzanalyse besteht darin, hinter den Schleier zu schauen, den kreative Finanzvorstände mit unzähligen Nebelkerzen schaffen. Wir orientieren uns grundsätzlich nicht allein an den Zahlen, wie Unternehmen sie veröffentlichen. Und wir beurteilen eine Aktie auch grundsätzlich nicht allein anhand einer einzelnen, isolierten Kennzahl. Ein wichtiges Anlagekriterium ist für uns die Fähigkeit eines Unternehmens, hohe operative Cashflows zu erwirtschaften. Der freie Cashflow zeigt an, wie viel operative Zahlungsmittel ein Unternehmen in einer Berichtsperiode nach Investitionstätigkeiten schafft. Aus dem freien Cashflow lässt sich die sogenannte Free-Cashflow-Rendite berechnen. Diese Kennziffer vergleicht den erwarteten freien Cashflow mit dem Marktwert des Unternehmens. Allgemein gesprochen gilt: Ein hoher Free-Cashflow bedeutet, dass ein Unternehmen genügend Liquidität schafft, um Dividenden auszuschütten, Aktien zurückzukaufen und Schulden zu tilgen. Das schafft uns als Investoren eine Grundlage und zeigt an, dass das Unternehmen Werte für seine Aktionäre generieren kann.

Unabhängig von den gewählten Kennziffern gilt: Angesichts der vielen Schönheitsoperationen in den Bilanzen wird es für Anleger derzeit schwieriger und damit aufwändiger, die wahre Ertragslage eines Unternehmens zuverlässig zu beurteilen. Ein rascher Blick auf Bilanz und GuV genügt heute nicht mehr. Eine sorgsame Analyse dieser beiden Zahlenwerke wie auch des Cashflow-Statements ist unverzichtbar.

Jan Viebig

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2024, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.