

Sellhorn, Thorsten; Hahn, Stefan; Lerchenmüller, Julia

Book

Jahresabschlüsse und Jahresabschlussanalysen – Ein Handbuch für Aufsichts- und Betriebsräte

edition der Hans-Böckler-Stiftung, No. 299

Provided in Cooperation with:

The Hans Böckler Foundation

Suggested Citation: Sellhorn, Thorsten; Hahn, Stefan; Lerchenmüller, Julia (2015) :
Jahresabschlüsse und Jahresabschlussanalysen – Ein Handbuch für Aufsichts- und
Betriebsräte, edition der Hans-Böckler-Stiftung, No. 299, ISBN 978-3-86593-205-1, Hans-
Böckler-Stiftung, Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/181753>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Betriebswirtschaftliche
Handlungshilfen

Thorsten Sellhorn | Stefan Hahn
Julia Lerchenmüller

Jahresabschlüsse und Jahresabschlussanalysen

Thorsten Sellhorn | Stefan Hahn | Julia Lerchenmüller

Jahresabschlüsse und Jahresabschlussanalysen
– Ein Handbuch für Aufsichts- und Betriebsräte

Thorsten Sellhorn | Stefan Hahn
Julia Lerchenmüller

Jahresabschlüsse und Jahresabschlussanalysen

Ein Handbuch für Aufsichts- und Betriebsräte



Prof. Dr. Thorsten Sellhorn, MBA , seit 2014 Leiter des Instituts für Rechnungswesen und Wirtschaftsprüfung an der Ludwig-Maximilians-Universität München; zuvor Inhaber des Otto-Beisheim-Stiftungslehrstuhl für Externes Rechnungswesen an der WHU – Otto Beisheim School of Management; Promotion an der Ruhr-Universität Bochum mit einer Arbeit zum Thema Bilanzierung des Geschäfts- oder Firmenwertes; dort anschließend Habilitation am Lehrstuhl für Internationale Unternehmensrechnung (Prof. Dr. B. Pellens). Zahlreiche wissenschaftliche Beiträge zu Themen der nationalen und internationalen Rechnungslegung und Jahresabschlussanalyse in deutschen und internationalen Zeitschriften, Sammelbänden und Fachlexika; Mitautor des führenden Lehrwerks „Internationale Rechnungslegung“.

Dr. Stefan Hahn, seit 2012 bei der ThyssenKrupp AG, Essen und derzeit als Head of Special Task Force, Controlling, Accounting & Risk tätig; zuvor Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Ruhr-Universität Bochum und wissenschaftliche Mitarbeit an der WHU – Otto Beisheim School of Management am Lehrstuhl für Externes Rechnungswesen. Promotion an der WHU – Otto Beisheim School of Management mit einer Arbeit zum Thema Auswirkung der Umstellung von US GAAP auf IFRS auf die Entscheidungsnützlichkeit der Rechnungslegung.

Dr. Julia Lerchenmüller, Referentin bei BMW München im Bereich Preis- und Volumenplanung; zuvor Studium der Betriebswirtschaftslehre (Schwerpunkte Controlling und Accounting, Logistik, Wirtschaftsinformatik) an der Universität Augsburg und Promotion an der WHU – Otto Beisheim School of Management mit einer Arbeit zum Thema Prognoseberichterstattung.

© Copyright 2015 by Hans-Böckler-Stiftung
Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf
Produktion: Setzkasten GmbH, Düsseldorf
Printed in Germany 2015
ISBN: 978-3-86593-205-1
Bestellnummer: 13299

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechts ist ohne schriftliche Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Mikroverfilmungen, Übersetzungen und die Einspeicherung in elektronische Systeme.

Vorwort

Der ständige Umgang mit betriebswirtschaftlichen Zahlen gehört längst zur alltäglichen Arbeit von Arbeitnehmervertretern und Arbeitnehmervertreterinnen in den Aufsichts- aber auch Betriebsräten. Das Herzstück der zahlreichen Berichte, mit denen es insbesondere Aufsichtsräte zu tun bekommen, bildet dabei der Jahresabschluss. Ihn gilt es zu billigen und festzustellen. Zu prüfen ist dabei insbesondere die Angemessenheit des Bildes, das der Abschluss von der Finanz-, Vermögens- und Ertragslage des Unternehmens zeichnet. Darüber hinaus stellen sich für die Aufsichtsräte jedoch auch Fragen hinsichtlich der Ertragsperspektiven, der finanziellen Stabilität und der Kostenstruktur des Unternehmens.

Jahresabschlussanalysen stellen hierbei ein wertvolles Hilfsmittel dar, da sie die teils umfangreichen Zahlenwerke mittels Strukturierung, Vergleich und Ermittlung von Kennzahlen auf zentrale Aussagen verdichten. Mandatsträger in den Aufsichts- und Betriebsräten erhalten so die Möglichkeit, das Bild der Zahlen mit ihren eigenen, oft sehr tiefgehenden Kenntnissen über die betriebliche Realität abzugleichen und die Unternehmensführung auf diese Weise kritisch und konstruktiv zu begleiten.

Das Handbuch im ersten Teil der vorliegenden Publikation soll dabei helfen, den roten Faden einer Bilanzanalyse besser nachzuvollziehen, und dem Leser somit einen „Kompass“ durch die Welt der Kennzahlen mit auf den Weg geben. Durch das praktische Analysebeispiel, anhand des Konzernabschlusses der Volkswagen AG 2010, werden im zweiten Teil die praktischen Schritte zusätzlich vertieft.

Alexander Sekanina
Referat Wirtschaft
Hans-Böckler-Stiftung

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	15
Vorwort	17
Teil 1: Handbuch für Aufsichts- und Betriebsräte	19
Einleitung	21
I Grundlagen	23
I.1 Jahresabschlüsse	23
I.1.1 Funktionen und Adressaten	23
I.1.2 Bestandteile	27
I.1.2.1 Überblick	27
I.1.2.2 Die Bilanz: Vermögen, Schulden und Eigenkapital	29
I.1.2.3 Die Gewinn- und Verlustrechnung: Erträge, Aufwendungen und Gewinn/Verlust	37
I.1.2.4 Die Kapitalflussrechnung: Einzahlungen, Auszahlungen und Cashflow	50
I.1.2.5 Weitere Bestandteile der Unternehmensberichterstattung	56
I.1.3 Rechtsgrundlagen	58
I.1.3.1 Übersicht: Rechnungslegungsvielfalt in Deutschland	58
I.1.3.2 Woher kommen die IFRS?	61
I.1.4 Wesentliche Unterschiede zwischen HGB und IFRS	61
I.2 Jahresabschlussanalyse	65
II Jahresabschlussanalysen verstehen am Beispiel des Volkswagen-Konzerns	69
II.1 Datenbasis	69
II.1.1 Bilanzanalytische Anpassungen	69
II.1.1.1 Überblick	69
II.1.1.2 Messfehler und Verzerrungen	70
II.1.1.3 Strukturbrüche	75
II.1.1.4 Sonstige Anpassungen	76
II.1.2 Verkürzter Strukturabschluss	77
II.2 Kennzahlenanalyse	78
II.2.1 Grundlagen	78
II.2.1.1 Konventionen bei der Kennzahlenermittlung	78

II.2.1.2	Steigerung der Aussagekraft durch Vergleiche	80
II.2.1.3	Bestandteile der Kennzahlenanalyse	81
II.2.2	Rentabilitätsanalyse	82
II.2.2.1	Umsatz, Absatz und Marktanteile	82
II.2.2.2	Margenanalyse	82
II.2.2.3	Renditen	83
II.2.2.4	Werttreiberanalyse	88
II.2.3	Liquiditätsanalyse	99
II.2.3.1	Cashflow-Analyse	99
II.2.3.2	Statische Liquiditätsanalyse	101
II.2.3.3	Dynamische Liquiditätsanalyse	102
II.2.3.4	Working-Capital-Analyse	103
II.2.4	Kapitalstrukturanalyse	106
II.2.5	Vermögensstrukturanalyse	108
II.2.6	Produktivität und Beschaffung	109
II.2.7	Weitergehende Analysen	111
II.2.7.1	Kapitalmarktorientierte Kennzahlen	111
II.2.7.2	Wertschöpfungsrechnung	113
II.2.7.3	Entwicklung des Ratings	114
II.3	Wettbewerbsanalyse	114
II.4	Trendanalyse	115
II.5	Fazit der Analyse und mögliche Fragen an die Unternehmensleitung	117
Anhang: Übersicht der verwendeten Kennzahlen		119
Teil 2: Beispiel einer Jahresabschlussanalyse		127
1	Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	129
2	Unternehmen und Umfeld	131
3	Datenbasis	133
3.1	Bilanzanalytische Anpassungen	133
3.1.1	Messfehler und Verzerrungen	133
3.1.2	Strukturbrüche und sonstige Anpassungen	135
3.2	Verkürzter Strukturabschluss	136

4 Kennzahlenanalyse	139
4.1 Rentabilitätsanalyse	139
4.1.1 Umsatz, Absatz und Marktanteile	139
4.1.2 Margenanalyse	141
4.1.3 Rendite	143
4.1.4 Werttreiberanalyse	144
4.1.4.1 Treiber der Eigenkapitalrendite: Einfache DuPont-Analyse	144
4.1.4.2 Operatives Geschäft und Finanzierungseffekte: Erweiterte DuPont-Analyse	144
4.2 Liquiditätsanalyse	147
4.2.1 Cashflow-Analyse	147
4.2.2 Statische Liquiditätsanalyse	149
4.2.3 Dynamische Liquiditätsanalyse	150
4.2.4 Working-Capital-Analyse	150
4.3 Kapitalstrukturanalyse	151
4.4 Vermögensstrukturanalyse	152
4.5 Produktivität und Beschäftigung	153
4.6 Weitergehende Analysen	154
4.6.1 Kapitalmarktorientierte Kennzahlen	154
4.6.2 Wertschöpfungsrechnung	155
4.6.3 Entwicklung des Ratings	156
5 Wettbewerbsanalyse	157
6 Trendanalyse	163
6.1 Erstes Szenario: Lineare Fortschreibung	163
6.2 Zweites Szenario: Prognosen des Managements	168
7 Analysefazit und mögliche Fragen an die Unternehmensleitung	171
7.1 Fazit der Analyse	171
7.2 Mögliche Fragen an die Unternehmensleitung	172
Anhang	177
Über die Hans-Böckler-Stiftung	187

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Gliederung der Bilanz (nach HGB)	29
Abb. 2: Systematisierung von Eigenkapitalveränderungen	38
Abb. 3: Grobgliederung der GuV (nach HGB)	40
Abb. 4: Gliederung des Betriebsergebnisses innerhalb der GuV (nach HGB)	41
Abb. 5: Gliederung der GuV unterhalb des Betriebsergebnisses (nach HGB)	44
Abb. 6: Abgrenzung von Gewinn/Verlust und Cashflow	52
Abb. 7: Rechnungslegung im Volkswagen-Konzern	60
Abb. 8: Überblick über Aufbau und Bestandteile von Bilanzanalysen	66
Abb. 9: Leverage-Effekt (eigene Darstellung)	87
Abb. 10: Zusammenhang von Umsatzrendite und Kapitalumschlag	91
Abb. 11: Kapitalbindung und operative Umschlagsdauer	104
Abb. 12: Struktur-GuV von VW 2010 und Veränderungen	139
Abb. 13: Übersicht der Margen für VW 2010 und 2009	141
Abb. 14: Wertbeitragsrechnung von VW	146
Abb. 15: Veränderung des Zahlungsmittelbestandes	148
Abb. 16: Working-Capital-Analyse	151
Abb. 17: Kapitalstruktur	152
Abb. 18: Wertschöpfung von VW	155
Abb. 19: Ratings von VW	156

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: GuV und Kapitalflussrechnung im Vergleich	55
Tabelle 2: Rechnungslegungspflichten in Deutschland	60
Tabelle 3: Vergleich von HGB und IFRS	63
Tabelle 4: Inputgrößen für die erweiterte DuPont-Analyse	98

Abkürzungsverzeichnis

adj.	adjustiert
AHK	Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
CCC	Cash Conversion Cycle
DIO	Days Inventory Outstanding
DPO	Days Payable Outstanding
DPR	Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung
DSO	Days Receivables Outstanding
EA	Einzelabschluss
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings Before Taxes
EK	Eigenkapital
EKR	Eigenkapitalrendite
EPS	Earnings Per Share
ESMA	European Securities and Markets Authority
EVA	Economic Value Added
F&E	Forschung und Entwicklung
FiFo	First in First out
FK	Fremdkapital
GKR	Gesamtkapitalrendite
GKV	Gesamtkostenverfahren
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HK	Herstellungskosten
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
KFR	Kapitalflussrechnung
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
LiFo	Last in First out
LuL	Lieferungen und Leistungen
NBC	Net Borrowing Costs
NFE	Net Financing Expense
NFO	Net Financial Obligations

NOA	Net Operating Assets
NOI	Net Operating Income
OC	Operating Cycle
RAP	Rechnungsabgrenzungsposten
ROA	Return On Assets
ROCE	Return On Capital Employed
ROE	Return On Equity
ROI	Return On Investment
RONA	Return On Net Assets
StA	Stammaktie
UD	Umschlagsdauer
UKV	Umsatzkostenverfahren
VZ	Vorzugsaktie

Vorwort

Liebe Leserin, lieber Leser,

als Mandatsträger¹ der Mitbestimmung erfüllen Sie eine wichtige Aufgabe in Ihrem Unternehmen – und in unserer Gesellschaft insgesamt. Ihre Kolleginnen und Kollegen vertrauen darauf, dass Sie sich dieser Aufgabe mit Herz und voller Kraft widmen.

In dieser Rolle werden Sie regelmäßig mit finanziellen Daten und umfangreichem Zahlenmaterial konfrontiert, auf deren Grundlage Sie Ihr Unternehmen beurteilen und der Unternehmensleitung kritische Fragen stellen sollen. Die allerwenigsten von Ihnen sind jedoch Experten auf den Gebieten Finanzen und Rechnungswesen – im Gegenteil: Oft gibt es hier besondere Berührungspunkte. Das ist ganz normal! Auch die meisten unserer Studentinnen und Studenten – ob Anfänger mit druckfrischem Abitur oder gestandene Manager aus nichtfinanziellen Bereichen, die sich fortbilden wollen – haben anfangs drei Vorurteile:

- Jahresabschlüsse sind langweilig.
- Jahresabschlüsse sind schwierig zu verstehen.
- Jahresabschlüsse überlässt man am besten Experten.

An der Hochschule und als Trainer in der Wirtschaft wenden wir mit unserem Team viel Zeit auf, um diese Vorurteile zu bekämpfen, die in den Köpfen unserer Studierenden Lernen und geistiges Wachstum blockieren. Unsere Argumente:

- Jahresabschlüsse sind nur dann langweilig, wenn man sie nicht versteht. Wer sie lesen kann, dem erschließen sie – wie etwa einem Arzt das Ultraschallbild eines Patienten – ein tiefgehendes Verständnis des Unternehmens, seines Geschäftsmodells, seiner Strategie und seiner finanziellen Gesundheit.
- Viele glauben, man brauche fortgeschrittene Mathematikkenntnisse oder müsse ein „Zahlenmensch“ sein, um Jahresabschlüsse zu verstehen. Weit gefehlt! Für unsere Zwecke sind Plus, Minus, Mal und Geteilt vollkommen ausreichend. Wir sind uns sicher, dass Sie in Ihrer täglichen Arbeit deutlich größere analytische Fähigkeiten benötigen, als dies für unser Thema erforderlich ist. Deshalb sind wir davon überzeugt: Sie können und werden das Lesen von Jahresabschlüssen erlernen, wenn Sie das wollen!

1 Im Sinne der Lesbarkeit wird im gesamten Text das generische Maskulinum verwendet, das weibliche und männliche Personen gleichermaßen einschließt.

- Wer Jahresabschlüsse versteht, hat einen Wissensvorsprung. Den sollten wir nicht anderen überlassen! Sie als Mandatsträger sollten zumindest ein Grundverständnis davon haben, was Buchhalter, Wirtschaftsprüfer, Controller oder Ihr Finanzvorstand bzw. kaufmännischer Geschäftsführer meinen, wenn sie auf Bilanzen, Umsatzrenditen oder Cashflows verweisen. Auf der Grundlage dieser und ähnlicher Konzepte werden Sie und Ihr Bereich beurteilt und entlohnt. Die Zukunft Ihres Unternehmens entscheidet sich, so sehr man das beklagen mag, an seiner finanziellen Gesundheit. Reden Sie mit!

Aber machen wir uns auch nichts vor: Die Welt ist komplex und wird täglich komplexer. Dies spiegelt sich auch in den Unternehmenszahlen wider. Daher sollten Sie etwas Zeit und Energie investieren, um die wirtschaftlichen Daten ihres Unternehmens zu verstehen. Die Hans-Böckler-Stiftung unterstützt Sie bei dieser Investition und beauftragte uns daher, dieses Handbuch für Sie zu verfassen. Auf den folgenden Seiten möchten wir Ihnen so klar und einfach wie möglich – aber auch so fundiert wie nötig! – einige grundlegende Zusammenhänge in den Bereichen Finanzen und Rechnungswesen verdeutlichen. Dabei erwarten wir von Ihnen keine einschlägigen Vorkenntnisse. Lediglich gesunden Menschenverstand, Neugier und Interesse setzen wir voraus.

Nach der Lektüre sollen Sie in der Lage sein, auf der Basis eines soliden Grundlagenwissens die Jahresabschlussanalysen zu verstehen, die Ihnen die Kollegen von der Stiftung über Ihr Unternehmen anfertigen. Keine Sorge: Sie sollen nicht zum Experten bzw. zur Expertin werden. Wir wollen Ihnen vielmehr dabei helfen, Ihr Amt als Mandatsträger der Mitbestimmung noch besser und mit noch mehr Freude und Befriedigung auszuüben. Wenn uns das gelingt, hat sich unsere Investition gelohnt – und Ihre auch!

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen viel Motivation und Freude bei der Lektüre dieses Handbuchs. Sprechen Sie uns gerne an, wenn Sie Fragen oder Anregungen haben: rwp-sekretariat@bwl.lmu.de.

München, im Februar 2015

Prof. Dr. Thorsten Sellhorn, LMU München
Dr. Stefan Hahn, ThyssenKrupp AG, Essen
Dr. Julia Lerchenmüller, BMW AG, München

Teil 1:
Handbuch für Aufsichts- und Betriebsräte

Einleitung

Dieses Handbuch verfolgt zwei Ziele: Zum einen sollen Sie Antworten finden auf folgende Fragen: Wie sieht ein Jahresabschluss aus? Aus welchen Teilen besteht er? Nach welchen Vorschriften ist er aufzustellen? Zum anderen demonstrieren wir am Beispiel des Abschlusses 2010 des Volkswagen-Konzerns, wie Bilanzanalysen² Ihnen dabei helfen, einem solchen Jahresabschluss nützliche Informationen zu entlocken: Informationen, die es Ihnen ermöglichen, kritische Fragen zu stellen und somit Ihr Amt als Mandatsträger der Mitbestimmung noch besser und mit noch mehr Freude und Befriedigung auszuüben.

Teil I des vorliegenden Handbuchs vermittelt zunächst die erforderlichen Grundlagen über Jahresabschlüsse (Kap. I.1). Hier erfahren Sie etwas über den Aufbau von Jahresabschlüssen und die einschlägigen Rechtsvorschriften. Dabei begleitet uns auf Schritt und Tritt das Fallbeispiel des Unternehmers Uli Meier, der an der Ecke eine Imbissbude betreibt. Wir setzen hier kein Vorwissen voraus, sondern fangen tatsächlich „bei Adam und Eva“ an. Wir wollen Ihnen damit die Scheu vor der Materie nehmen und es Ihnen ermöglichen, auf einem soliden Fundament aufbauend schnell Fortschritte zu machen.

Anschließend erläutern wir Ihnen überblicksartig die wesentlichen Ziele und Schritte einer Bilanzanalyse (Kap. I.2). Dieser Überblick dient Ihnen als Orientierungshilfe, mit der Sie sich in Bilanzanalysen besser zurechtfinden und vor allem deren Sinn und Philosophie gut nachvollziehen können.

In **Teil II** werden wir dann konkret: Wir geleiten Sie Schritt für Schritt durch eine beispielhafte Bilanzanalyse, für die wir den Abschluss des Volkswagen-Konzerns für das Geschäftsjahr 2010 ausgewählt haben. Dabei werden alle Analysebestandteile und Kennzahlen ausführlich erläutert und interpretiert. Hierdurch möchten wir Sie in die Lage versetzen, die bereitgestellten Analysen mit größtmöglichem Gewinn für sich selbst und Ihre Kollegen zu nutzen.

In diesem zweiten Teil werden wir die Analyseschritte und -instrumente so eingängig und verständlich wie möglich erläutern und durchgehend am praktischen Beispiel des Volkswagen-Konzerns illustrieren. Auch wenn wir in diesem Handbuch nicht die Möglichkeit haben, Ihnen alle zum Verständnis wesentlichen Kenntnisse im Einzelnen zu vermitteln, sind wir zuversichtlich, dass die Lektüre des ersten Teils Ihnen eine hinreichende Grundlage bietet, um etwaige Wissenslücken selbständig zu schließen.

2 Im Folgenden werden die Begriffe Jahresabschlussanalyse und Bilanzanalyse synonym verwendet.

Der **Anhang** des vorliegenden Handbuchs enthält eine Übersicht über die wesentlichen Kennzahlen, die Ihnen in Bilanzanalysen begegnen werden. Neben der Bezeichnung und Berechnungsweise legen wir dort Wert auf eine Erläuterung der Bedeutung und Interpretation der einzelnen Kennzahlen.

Wie sollten Sie dieses Handbuch nutzen? Idealerweise in zweierlei Hinsicht: Erstens wäre es sinnvoll, es wie ein klassisches Lehrbuch zunächst von vorne bis hinten zu lesen. Sie müssen nicht jedes Wort auf Anhieb verstehen, aber eine schon vorab gründliche Lektüre von Teil I wird Sie enorm bereichern und Ihre Wissbegierde beflügeln. Blättern Sie am besten auch schon einmal in Teil II, um sich mit den konkreten Schritten und Bestandteilen einer Bilanzanalyse vertraut zu machen. Zweitens haben Sie mit diesem Handbuch ein Nachschlagewerk vor sich, das sie bei der Lektüre konkreter Bilanzanalysen begleitet. Je nach Anlass, Zweck und Art des Unternehmens kann der Umfang einer Analyse auch knapper ausfallen als hier vorgestellt. Sie jedoch haben dieses Handbuch stets an Ihrer Seite, um in Zweifelsfällen nachzuschlagen. Bitte nutzen Sie diese Möglichkeit ausgiebig!

I Grundlagen

I.1 Jahresabschlüsse

I.1.1 Funktionen und Adressaten

Fallbeispiel: Uli Meier betreibt an einer Straßenecke eine Imbissbude. Sein Unternehmen ist in der Rechtsform einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) organisiert. Meier erstellt zu jedem 31.12. einen Jahresabschluss. Der gibt Auskunft über die Vermögenslage, die Finanzlage und die Ertragslage der Uli Meier Imbiss GmbH. Dabei geht es im Wesentlichen darum, zu dokumentieren, welches Vermögen der GmbH gehört, wie dieses Vermögen finanziert ist und welchen Gewinn Uli Meier als geschäftsführender Gesellschafter erwirtschaftet hat. Zudem interessiert der Bestand an liquiden Mitteln (Bargeld und Bankguthaben), der sich aus Anfangsbestand sowie Ein- und Auszahlungen zusammensetzt.

Der Jahresabschluss ist in erster Linie ein Informationsinstrument. Mit seiner Hilfe werden die Unternehmensbeteiligten – neudeutsch: Stakeholders – von der besser informierten Unternehmensleitung über die finanzielle Situation des Unternehmens unterrichtet. Sie sollen dadurch in die Lage versetzt werden, die Leistung der Unternehmensleitung zu beurteilen und über ihre künftigen Beziehungen zum Unternehmen zu entscheiden.

An Jahresabschlüsse können außerdem bestimmte rechtliche Konsequenzen geknüpft sein. So wird im Jahresabschluss der ausschüttungsfähige Gewinn einer Kapitalgesellschaft (z. B. GmbH oder AG) ermittelt. Zudem fungiert er als Grundlage für die steuerliche Gewinnermittlung für Zwecke der Körperschaft- und Gewerbesteuer.

Im Einzelnen lassen sich folgende Stakeholder-Gruppen unterscheiden, die den Jahresabschluss vor dem Hintergrund ihrer unterschiedlichen Informationsinteressen nutzen:

- **Eigenkapitalgeber:** Sie leiten aus dem Jahresabschluss ihre Erwartungen über die Gewinnausschüttung für das abgelaufene Jahr sowie Prognosen künftiger Gewinnausschüttungen ab.

- **Fremdkapitalgeber (Gläubiger):** Sie haben einen Anspruch auf die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals und auf eine risikoadjustierte Verzinsung. Fremdkapitalgeber sind daher sehr an der künftigen Liquiditätssituation des Unternehmens interessiert.
- **Lieferanten:** Sie sind ebenfalls Gläubiger des Unternehmens. Lieferanten interessiert an der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung ihres Kunden, ob das Unternehmen seine Forderungen begleichen kann und langfristig Kunde bleibt.
- **Kunden:** Sie sind ebenfalls an der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens interessiert. Für sie ist es wichtig zu wissen, ob auch künftig mit verlässlichen Lieferungen gerechnet werden kann und ob Garantie- und Serviceleistungen in Anspruch genommen werden können.
- **Mitarbeiter:** Sie haben Arbeitsverträge mit dem Unternehmen abgeschlossen. Für die Mitarbeiter sind die Sicherheit der Arbeitsplätze sowie ihre eigenen Karriereperspektiven von Interesse.
- **Der Staat:** Er benötigt Informationen zur wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit, um aktuelle Steuerzahlungen festzusetzen und um künftige Einnahmequellen auszumachen.
- **Sonstige:** Andere Interessengruppen sind Informationsintermediäre (Akteure, die Informationen zur Verfügung stellen), das regulatorische Umfeld sowie die Öffentlichkeit.

Fallbeispiel: Für den Jahresabschluss von Uli Meiers GmbH interessiert sich sein Onkel Egon Müller, der gegen eine Einlage von 25.000 €, die zur Finanzierung der Erstausrüstung der Imbissbude dringend benötigt wurde, einen 50-%-Anteil als GmbH-Gesellschafter übernommen hatte. Er möchte wissen, welchen Gewinnanteil Uli Meier ihm in diesem Jahr auszahlen wird. Außerdem fragt er sich, wie es um die künftigen Gewinnaussichten bestellt ist. Auch die lokale Sparkasse bekommt eine Ausfertigung, denn sie ist Gläubigerin eines Kredits, den Uli Meier kurz nach der Gründung für die GmbH aufgenommen hat. Der zuständige Kreditsachbearbeiter will prüfen, ob die Uli Meier Imbiss GmbH solide finanziert ist und ob davon ausgegangen werden kann, dass die vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen pünktlich geleistet werden. Einer der besten Kunden von Meier ist die nahe gelegene private Hochschule HWU, die sich bei Feierlichkeiten regelmäßig mit seinen Köstlichkeiten beliefern lässt. Sie interessiert sich dafür, ob die finanzielle Situation der Uli Meier Imbiss GmbH erwarten lässt, dass diese langjährige Vertragsbeziehung auch in Zukunft aufrechterhalten werden kann. Ebenso an einer langfristigen Beziehung interessiert ist Max Baumann, der Lebensmittelhändler, von dem Meier einen Großteil seiner Vorräte bezieht. Auch seinem betriebswirtschaftlich interessierten Koch Claus Lehmann zeigt Meier ein Exemplar, um ihn davon zu überzeugen, dass das Unternehmen nicht kurz vor der Pleite steht und sein Arbeitsplatz langfristig gesichert ist. Zu guter Letzt liegt der Jahresabschluss auch der Steuererklärung zugrunde, auf deren Basis die GmbH Körperschaft- und Gewerbesteuer zahlt.

Der Jahresabschluss hat also die Aufgabe, im Interesse verschiedener Stakeholder die finanziellen Auswirkungen des Unternehmensgeschehens strukturiert nach außen zu dokumentieren. Dabei geht es zunächst darum, die verschiedenen Geschäftstätigkeiten eines Unternehmens abzubilden. Egal welches Wirtschaftsunternehmen Sie betrachten, einen global agierenden Konzern wie Siemens oder Uli Meiers Imbissbude an der Ecke – alle Wirtschaftsunternehmen tun im Grunde nur drei Dinge:

- Sie betreiben ein operatives Geschäft.
- Sie investieren.
- Sie finanzieren sich.

Der Jahresabschluss bildet demnach die finanziellen Auswirkungen des operativen Geschäfts, der Investitionstätigkeit und der Finanzierungstätigkeit ab.

Fallbeispiel: Schauen wir uns diese drei Aktivitäten einmal im Überblick an.

Im **operativen Geschäft** betreibt die Uli Meier Imbiss GmbH einerseits einen Cateringservice, andererseits frittiert sie Pommes und brät Würstchen, um sie an hungrige Passanten zu verkaufen. Dazu braucht sie einen Vorrat an Pommes, Würstchen, anderen Lebensmitteln sowie Tellern, Besteck und Wechselgeld für die Kasse. Diese Vorräte nennt man im Finanzjargon auch **Verbrauchsgüter**. Gemeinsam mit dem **Kassenbestand** bilden sie den Teil des **Betriebsvermögens** der GmbH, der sich nur für kurze Zeit im Unternehmen befindet. Diesen nennt man **Umlaufvermögen**. Bei Siemens liegen die Dinge ein wenig komplexer, weil Siemens als Konglomerat verschiedenster Unternehmen in ganz unterschiedlichen Bereichen tätig ist, etwa im Anlagenbau oder in der Medizintechnik. Aber auch Siemens hat u. a. Vorräte und Kassenbestand in seinem Umlaufvermögen.

Zweitens müssen Unternehmen Gegenstände anschaffen, die sie überhaupt erst in die Lage versetzen, ihrem operativen Geschäft langfristig nachgehen zu können: Sie müssen **Investitionen** tätigen. So muss Uli Meier sein Lokal mit Kühlschrank, Fritteuse und Grill ausstatten, während Siemens Grundstücke, Bürogebäude, Produktionshallen, Patente, einen Fuhrpark und vieles mehr benötigt. Alle Investitionen sind stets dadurch gekennzeichnet, dass der angeschaffte Gegenstand zu Anfang eine Auszahlung erfordert und dann im Unternehmen über einen längeren Zeitraum – das heißt länger als ein Jahr – genutzt werden kann. Solche langfristigen nutzbaren Gegenstände nennt man im Finanzjargon auch **Investitionsgüter** oder **Gebrauchsgüter** (im Gegensatz zu den oben erwähnten Verbrauchsgütern, die nur kurzfristig nutzbar sind). Sie bilden das **Anlagevermögen**, das sich im Gegensatz zum Umlaufvermögen über längere Zeit im Unternehmen befindet. Will Uli Meier zum Beispiel sein Imbissangebot ausweiten, so kauft er für 1.200 Euro einen elektrischen Dönergrill, den er für die nächsten fünf Jahre nutzen möchte. Dieser wird Teil des Anlagevermögens.

Drittens müssen Unternehmen sich die finanziellen Mittel beschaffen, um täglich ihr operatives Geschäft bestreiten und die benötigten Investitionen tätigen zu können. Sie müssen sich also um die **Finanzierung** ihrer anderen beiden Tätigkeitsbereiche (operatives Geschäft und Investition) kümmern. So braucht Meier Geld für die Bevorratung mit Pommes, Würstchen, Geschirr und Besteck, für die Wechselgeldkasse sowie für die Anschaffung der Küchengeräte. Im Rahmen seiner Finanzierungstätigkeit versucht Meier, sich dieses Geld günstig zu beschaffen. Er finanziert sich über eine eigene Einlage und eine Einlage seines Onkels Egon Müller sowie einen Kredit der lokalen Sparkasse. Der Kredit der Sparkasse wird als **Fremdkapital** bezeichnet, die Einlagen von Uli Meier und Egon Müller

stellen **Eigenkapital** dar. Da die beiden eine Eigenkapitaleinlage stellen, werden sie zu Anteilseignern des Unternehmens.

I.1.2 Bestandteile

I.1.2.1 Überblick

Ein Jahresabschluss informiert seine Adressaten in der Regel durch folgende Bestandteile:

- Bilanz
- Gewinn- und Verlustrechnung oder Ergebnisrechnung (GuV)
- Anhang

Je nach Rechtsform, Unternehmensgröße und Kapitalmarktzugang können weitere ergänzende Bestandteile der Unternehmensberichterstattung (vgl. Kap. I.1.2.5) hinzutreten:

- Kapitalflussrechnung
- Eigenkapitalveränderungsrechnung oder Eigenkapitalspiegel
- Segmentberichterstattung (als Teil des Anhangs)
- Lagebericht

Die wichtigsten Bestandteile des Jahresabschlusses werden im Folgenden kurz anhand des Fallbeispiels erläutert. Dabei werden aus den einzelnen Geschäftsvorfällen eine Bilanz und eine GuV abgeleitet.

Fallbeispiel: Die Uli Meier Imbiss GmbH wird 2010 gegründet. Folgende Transaktionen werden bis zum 31.12.2010 durchgeführt:

1. Uli Meier und sein Onkel Egon Müller legen jeweils 25.000 € in bar in das Unternehmen ein und werden dadurch Gesellschafter mit je 50 % Anteilsquote.
2. Meier erhält einen Bankkredit für die GmbH in Höhe von 40.000 € von der lokalen Sparkasse.
3. Von der Gastro AG bekommt Uli Meier die Ausstattung für sein Ladenlokal sowie seine Küche geliefert. Der Kaufpreis beträgt 35.000 €. Uli Meier zahlt 25.000 € per Banküberweisung; der Rest wird ihm bis in das Folgejahr gestundet.

4. Bis zum Jahresende hat ihm Max Baumann, der Lebensmittelhändler, Pommes Frites, Würstchen, Dönerfleisch, Fladenbrot, Salat, Gemüse und andere Waren im Wert von 8.500 € geliefert. Uli Meier hat diesen Betrag per Banküberweisung beglichen.
5. Zur Weihnachtsfeier der HWU liefert die Uli Meier Imbiss GmbH ein aufwändiges Büffet sowie Getränke für 300 Personen. Sie erhält dafür eine Überweisung von 15.000 € und stundet weitere 5.000 €, die die HWU im Folgejahr zu überweisen verspricht. An Laufkunden werden Snacks und Gerichte für weitere 23.500 € in bar verkauft. Für diese Leistungen wurde bis zum Jahresende der gesamte Vorratsbestand verbraucht.
6. Der Koch Claus Lehmann erhält eine Gehaltsüberweisung von 17.000 €.
7. Dem Vermieter des Ladenlokals, Ewald Huber, schuldet Uli Meier am Jahresende noch die Miete für 2010 in Höhe von 3.500 €.
8. Die HWU bezahlt nun doch einen Teil der Forderung in diesem Geschäftsjahr in Höhe von 2.500 €.
9. Uli Meier hat eine Bockwurst verkauft, durch dessen Verzehr dem Kunden übel wurde und dieser einige Tage im Krankenhaus verbringen musste. Der Kunde verlangt Schadenersatz. Es wird für das nächste Jahr mit einer Schadenserstattung von 1.000 € gerechnet.
10. Uli Meier schreibt die erworbene Ausstattung seines Ladenlokals über 10 Jahre linear ab.
11. Die jährlichen Zinszahlungen in Höhe von 500 € auf das Darlehen sind fällig.
12. Durch einen Vorfall im Ladenlokal wurde ein Teil der Ausstattung beschädigt. Der Schaden beläuft sich auch 100 €. Uli Meier muss das Anlagevermögen in dieser Höhe abschreiben.
13. Die Uli Meier Imbiss GmbH erzielt einen Gewinn von 9.400 €. Dieser wird mit einem Satz von 40 % versteuert. Somit ergibt sich ein Steueraufwand in Höhe von 3.760 €.
14. Das Unternehmen schüttet eine Dividende in Höhe von 200 € an seine Anteilseigner aus.

I.1.2.2 Die Bilanz: Vermögen, Schulden und Eigenkapital

I.1.2.2.1 Übersicht und Gliederung

Die Bilanz ist eine Aufstellung, die aus zwei Listen besteht, welche entweder nebeneinander oder untereinander angeordnet sind. Die Grobgliederung für Kapitalgesellschaften nach § 266 HGB ist nachfolgend dargestellt (Abb. 1).

Abb. 1: Gliederung der Bilanz (nach HGB)

<u>Aktiva</u>	<u>Passiva</u>
Anlagevermögen	Eigenkapital
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	I. Gezeichnetes Kapital
II. Sachanlagen	II. Kapitalrücklage
III. Finanzanlagen	III. Gewinnrücklagen
Umlaufvermögen	IV. Gewinnvortrag/Verlustvortrag
I. Vorräte	V. Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	Rückstellungen
III. Wertpapiere	Verbindlichkeiten
IV. Schecks, Kassenbestand, Postgiro- und Bundesbankguthaben, Guthaben bei Kreditinstituten	Rechnungsabgrenzungsposten
Rechnungsabgrenzungsposten	

I.1.2.2.2 Die Aktivseite: Das Vermögen

Die erste Liste, die meist auf der linken Seite angeordnet und mit „Aktiva“ überschrieben ist, enthält eine Aufstellung des Unternehmensvermögens. Als **Vermögensgegenstände**³ bezeichnet man Güter, die dem Unternehmen künftig Nutzen stiften. Diese **Aktivseite** der Bilanz ist meist nach Fristigkeit bzw. beabsichtigter Haltedauer des Vermögens in Anlagevermögen und Umlaufvermögen gegliedert. Hier sind die einzelnen Vermögensgegenstände mit Bezeichnungen und Wert (in Euro) verzeichnet. Die Summe aller Positionen wird als **Bilanzsumme** bezeichnet und stellt den bilanziellen Wert des gesamten Unternehmensvermögens dar.

Beim **Anlagevermögen** handelt es sich um langfristiges, in der Regel länger als 12 Monate gehaltenes Vermögen. Dazu gehören:

- **Immaterielle Vermögensgegenstände:** Sie besitzen in der Regel keine körperliche Substanz, tragen aber dennoch zur Leistungserstellung des Unterneh-

3 Während im deutschen Handelsrecht für die Aktivposten der Bilanz der Begriff Vermögensgegenstand üblich ist, ist international der leicht abweichende Terminus Vermögenswert (engl. asset) gebräuchlich. Im vorliegenden Handbuch werden beide Begriffe synonym verwendet.

mens bei. Beispiele hierfür sind unter anderem Computersoftware, Patente, Urheberrechte und Lizenzen.

- **Sachanlagen:** Sie umfassen nichtabnutzbare und abnutzbare Vermögensgegenstände, wie Grundstücke, Gebäude, technische Anlagen und Maschinen sowie die Betriebs- und Geschäftsausstattung.
- **Finanzanlagen:** Dabei handelt es sich um die langfristige Anlage (kurzfristige Anlageabsicht: Umlaufvermögen) finanzieller Mittel in anderen Unternehmen. Das können Anteile an Gemeinschaftsunternehmen oder assoziierten Unternehmen sein, an denen das Unternehmen eine Anteilsquote zwischen 20 und 50 Prozent hält. Damit kann ein betriebsfremder Erfolg (solange es sich nicht um eine Finanzholding handelt) erwirtschaftet werden. Eine langfristige Finanzanlage erfolgt beispielsweise durch den Kauf von Aktienanteilen eines anderen Unternehmens, aber auch durch die Einräumung von Krediten und Ausleihungen.

Das **Umlaufvermögen** stellt ein kurzfristig gehaltenes Vermögen dar. Es setzt sich wie folgt zusammen:

- **Vorräte** sind Vermögensgegenstände, die zum Einsatz in der Produktion, bei der Erbringung von Dienstleistungen oder zur Weiterveräußerung angeschafft oder selbst erstellt werden. Vorräte umfassen beispielsweise Güter, durch deren Verkauf Umsätze generiert werden, aber auch Betriebs- und Schmierstoffe, die für Maschinen zur Güterproduktion benötigt werden. Üblicherweise werden Vorräte unterschieden in Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, unfertige Erzeugnisse und Leistungen sowie fertige Erzeugnisse und Waren. Hinzu kommen fallweise geleistete Anzahlungen des Unternehmens gegenüber seinen Lieferanten.
- **Forderungen** stellen Ansprüche gegenüber anderen Unternehmen oder Kunden dar. Sie können aus vom Unternehmen erbrachten Lieferungen und Leistungen entstehen, für die der Empfänger der Lieferung oder Leistung bisher noch keine Gegenleistung erbracht bzw. noch keine Zahlung geleistet hat. Ein Beispiel ist der Verkauf von Waren an Kunden „auf Ziel“, das heißt auf Kredit.
- Die Position **Wertpapiere** umfasst geringfügige Anteile an anderen Unternehmen. Das können beispielsweise Aktien sein, die mit kurzfristiger Handelsabsicht gehalten werden. Möglich sind auch festverzinsliche Wertpapiere oder andere kurzfristig liquidierbare Finanzinstrumente (z. B. öffentliche Anleihen, Pfandbriefe, Industrieobligationen).
- Die **liquiden Mittel** beinhalten Guthaben bei Kreditinstituten oder Bargeldbestände.

- Als **Rechnungsabgrenzungsposten (RAP)** bezeichnet man Bilanzpositionen, die aus der Logik der doppelten Buchhaltung stammen. Auf der Aktivseite sind das z. B. Ansprüche an einen Vermieter aus einer für die nächste Berichtsperiode im Voraus geleisteten Mietzahlung.

Was bedeutet das? Wenn die Uli Meier Imbiss GmbH die Miete von 12.000 € für ihr Ladenlokal bereits im Juli für die folgenden 12 Monate an den Vermieter überweist, so zahlt sie damit bereits die Hälfte der Miete des Folgejahres im Voraus. Damit erwirbt sie einen Anspruch an den Vermieter auf eine bestimmte Leistung: nämlich ihr das Ladenlokal von Januar bis Juni des Folgejahres zur Nutzung zu überlassen. Dieser Anspruch hat einen Wert von 6.000 € und erscheint daher auf der Aktivseite der Bilanz. Ein bisschen phantasielos nennt das Handelsgesetzbuch diese Position einen Rechnungsabgrenzungsposten – kurz RAP. Aussagekräftiger wäre vielleicht die Bezeichnung Leistungsforderung – in Abgrenzung zur oben diskutierten (Geld-)Forderung.

Bestimmte Ausgaben dürfen aufgrund eines gesetzlichen Verbots nicht als Vermögenswerte in der Bilanz angesetzt bzw. – so der Fachbegriff – „aktiviert“ werden, weil man ihnen das sichere künftige Nutzenpotenzial abspricht. Derartige **Aktivierungsverbote** im deutschen Handelsrecht betreffen manche selbst geschaffenen immateriellen Vermögenswerte wie z. B. Softwareprogramme, Marken, Kundenlisten oder Drucktitel, aber insbesondere auch Aufwendungen für die Gründung eines Unternehmens, für die Beschaffung des Eigenkapitals sowie für den Abschluss von Versicherungsverträgen.

Andererseits räumen Aktivierungswahlrechte dem Unternehmen einen gewissen Spielraum ein, den Vermögenswert anzusetzen oder nicht.

1.1.2.2.3 Die Passivseite: Das Kapital

Die zweite Seite der Bilanz, in der Regel auf der rechten Seite angeordnet, wird als **Passivseite** bezeichnet. Sie enthält die Ansprüche der Kapitalgeber auf das Unternehmensvermögen – jene Vermögenswerte, die auf der linken Seite der Bilanz verzeichnet sind.

Solche Ansprüche haben zunächst die Fremdkapitalgeber. Zu ihnen gehören z. B. kreditgebende Banken, pensionsberechtigte Mitarbeiter, Lieferanten und das Finanzamt. Das **Fremdkapital**, also die Schulden des Unternehmens, wird nach Art und Fristigkeit gegliedert. In der Regel wird zwischen kurzfristigen und langfristig fälligen Schulden unterschieden. Kurzfristige Schulden sind gewöhn-

lich solche, die innerhalb eines Jahres fällig sind. Weiterhin unterscheidet man zwischen finanziellen und operativen Schulden. Finanzielle Schulden sind zum Beispiel Schulden, die gegenüber Kreditinstituten bestehen, oder andere Fremdkapitalpositionen, die das Unternehmen im Rahmen seiner Finanzierungstätigkeit eingeht. Häufig werden hierunter auch die sehr langfristigen Pensionsverpflichtungen für Arbeitnehmer gefasst. Operative Schulden sind Schulden, die im Rahmen der operativen Tätigkeit eines Unternehmens entstehen. Diese umfassen beispielsweise Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung oder manche Rückstellungen. Hierzu im Einzelnen:

- **Rückstellungen** sind Aufwendungen, die in ihrer Höhe und im Zeitpunkt ihres Auftretens nicht völlig, aber dennoch hinreichend sicher sind. Beispielsweise kann ein Unternehmen Garantien für verkaufte Produkte vergeben. Auf der Grundlage von Vergangenheitswerten kann das Unternehmen die künftig aus diesen Garantien anfallenden Verpflichtungen abschätzen. Hierfür muss dann eine Rückstellung gebildet werden, welche die zu erwartenden Aufwendungen aus der Garantieverpflichtung darstellt. Andere Rückstellungen können folgender Natur sein: künftige Auszahlungen aus Gerichtsverfahren (Prozessrückstellungen); noch nicht klar bezifferte künftige Zahlungen an das Finanzamt (Steuerrückstellungen); Pensionsleistungen an aktuelle und zukünftige Pensionäre (Pensionsrückstellungen).
- **Verbindlichkeiten** ergeben sich aus einer vertraglichen Verpflichtung, in der Zukunft Geld an ein unternehmensexternes Gegenüber zu zahlen. Verbindlichkeiten können z. B. bestehen gegenüber Lieferanten (aus Lieferungen und Leistungen, die nicht sofort bar bezahlt wurden), gegenüber Kreditinstituten oder gegenüber verbundenen Unternehmen.

Nach Abzug sämtlicher Schulden, also des Fremdkapitals, von der Bilanzsumme verbleibt das **Eigenkapital**. So wird der Anspruch der Anteilseigner oder Gesellschafter bezeichnet. Daher heißen diese Kapitalgeber auch Eigenkapitalgeber. Bei der Aktiengesellschaft beispielsweise sind das die Aktionäre. Ihnen „gehört“ das Nettovermögen des Unternehmens – der Betrag, der nach Abzug aller Schulden von der Summe aller Vermögenswerte verbleibt. Das Eigenkapital oder Nettovermögen ist damit eine Restgröße. Die Eigenkapitalgeber haben auch Anspruch auf den Gewinn des Unternehmens. Dieser ermittelt sich, nachdem die Zinsforderungen der Fremdkapitalgeber bedient wurden. Er stellt somit ebenfalls eine Restgröße (Residualgröße) dar. Die Summe aller Posten der Passivseite bildet ebenfalls die Bilanzsumme.

Das Eigenkapital wird dem Unternehmen von den Eigentümern zeitlich unbefristet zur Verfügung gestellt. Bei Kapitalgesellschaften besteht es aus verschiedenen Bestandteilen:

- Auf das **gezeichnete Kapital** ist die Haftung der Gesellschafter für die Verbindlichkeiten einer Kapitalgesellschaft gegenüber den Gläubigern beschränkt. Es wird mit dem Nominal- oder Nennwert der Anteile angegeben. Bei Aktiengesellschaften wird das gezeichnete Kapital als **Grundkapital** und bei GmbHs als **Stammkapital** bezeichnet. Bei Aktiengesellschaften ist der Nennwert eines Anteils heute häufig 1 €.
- In die **Kapitalrücklage** werden Beträge eingestellt, die die Anteilseigner bei der Ausgabe von Anteilen über den Nennwert hinaus gezahlt haben. Nimmt etwa eine AG neues Kapital auf und sammelt je Aktie (Nennwert: 1 €) 14 € von den Aktionären ein, so werden je neuer Aktie 1 € dem gezeichneten Kapital und 13 € der Kapitalrücklage gutgeschrieben.
- In die **Gewinnrücklage** stellt die Gesellschaft den Teil des Gewinns ein, der nicht an die Anteilseigner ausgeschüttet wird. In Deutschland muss die Gewinnrücklage eine gewisse Mindesthöhe erreichen, bevor ein Unternehmen frei über Gewinnausschüttungen entscheiden kann. In der Gewinnrücklage sammeln sich also die einbehaltenen Gewinne der Vorjahre an; diese Gewinne können künftig ausgeschüttet werden.
- Zu den sonstigen Elementen des Eigenkapitals von Kapitalgesellschaften zählt insbesondere der **Gewinn** bzw. **Verlust** des aktuellen Jahres (in den Begriffen des HGB: Jahresüberschuss bzw. Jahresfehlbetrag). Der Gewinn bzw. Verlust wird am Jahresende dem Eigenkapital gutgeschrieben bzw. belastet, damit im Folgejahr im Rahmen der Gesellschafterversammlung über die Verwendung entschieden werden kann. Ein **Gewinn-/Verlustvortrag** ist ein Anteil des Gewinns bzw. Verlusts aus der Vorperiode, über dessen Verwendung noch nicht beschlossen wurde. Die Gesellschafterversammlung entscheidet darüber, ob ein Gewinn oder Verlust gegebenenfalls inklusive eines Gewinn-/Verlustvortrags entweder in die Gewinnrücklagen eingestellt oder – im Falle eines Gewinns – an die Anteilseigner im Rahmen einer Dividendenzahlung ausgeschüttet werden kann.

Auch auf der Passivseite kommen schließlich **Rechnungsabgrenzungsposten** vor. Sie erklären sich genau spiegelbildlich zu unserer Erläuterung für die Aktivseite. Rechnungsabgrenzungsposten auf der Passivseite („passivische RAP“) ergeben sich damit beispielsweise bei einem Vermieter in Höhe des Teils der Miete, den der Mieter für die nächste Berichtsperiode im Voraus bezahlt hat. Daher ist der

Vermieter verpflichtet, dem Mieter die Mietsache auch im kommenden Jahr zu überlassen.

Analog zu oben: Der Vermieter der Uli Meier Imbiss GmbH hat die Miete von 12.000 € für das Ladenlokal bereits im Juli für die folgenden 12 Monate erhalten. Damit ist er verpflichtet, der Uli Meier Imbiss GmbH das Ladenlokal von Januar bis Juni des Folgejahres zur Nutzung zu überlassen. Diese Verpflichtung hat einen Wert von 6.000 € und erscheint auf der Passivseite der Bilanz des Vermieters. Auch hier wäre eine aussagekräftigere Bezeichnung als RAP denkbar: nämlich die Bezeichnung Leistungsverbindlichkeit in Abgrenzung zur (Geld-)Verbindlichkeit.

1.1.2.2.4 Bilanzgleichung und doppelte Buchhaltung

Am Aufbau der Bilanz zeigt sich eine zentrale Gesetzmäßigkeit der Rechnungslegung, mit der sich die Bilanz kurz und knapp beschreiben lässt (**Bilanzgleichung**):

Vermögen (Mittelverwendung) = Eigenkapital + Schulden (Mittelherkunft)
↔ Vermögen – Schulden = Eigenkapital = Nettovermögen

Aktiv- und Passivseite müssen sich demnach betragsmäßig immer entsprechen. Die Bilanz (lat. bilancia: Waage) befindet sich stets im Ausgleich. Dafür sorgt die sogenannte **doppelte Buchhaltung**, aus der die Bilanz abgeleitet wird. Diesen Umstand kann man sich leicht selbst klar machen: Alle Vermögenspositionen auf der Aktivseite müssen schließlich durch irgendeine Form von Kapital (Passivseite) finanziert sein. Damit zeigt die Bilanz auf der Passivseite die Mittelherkunft und auf der Aktivseite die Mittelverwendung; beide müssen sich immer entsprechen.

Man kann sich die Bilanz analog zur Vermögens- und Schuldenaufstellung Ihres privaten Haushalts vorstellen: Dort finden sich auf der Aktivseite möglicherweise eine Wohnimmobilie, ein Auto, diverser langlebiger Hausrat (Anlagevermögen) sowie Lebensmittel, Hygieneartikel, Bankguthaben und Bargeld (Umlaufvermögen). Auf der Passivseite stehen beispielsweise ein Hypothekendarlehen sowie ein Automobilkredit. Ihnen „gehört“ also jener Teil des auf der Aktivseite aufgelisteten Vermögens, der nicht mit Fremdkapital (auf der Passivseite: Darlehen/Kredite) belastet ist, und damit möglicherweise nur das „halbe“ Wohnhaus.

Aus der Perspektive der doppelten Buchhaltung sind vier Arten von Transaktionen denkbar, die ausschließlich die Bilanz betreffen:

- Eine **Bilanzverlängerung** liegt vor, wenn sich durch eine Transaktion sowohl Aktiv- als auch Passivseite erhöhen. Dies erhöht die Bilanzsumme. Ein Beispiel ist der Kauf von Waren auf Ziel. Dabei erhöht sich der Warenbestand auf der Aktivseite, während die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen auf der Passivseite um den gleichen Betrag zunehmen.
- Umgekehrt liegt eine **Bilanzverkürzung** vor, wenn sich durch eine Transaktion sowohl Aktiv- als auch Passivseite vermindern. Das führt zu einer Abnahme der Bilanzsumme. Ein Beispiel ist die Bezahlung der auf Ziel gekauften Waren. Dabei vermindern sich die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen auf der Passivseite, während der Bestand an liquiden Mitteln auf der Aktivseite um den gleichen Betrag abnimmt.
- Ein **Aktivtausch** liegt vor, wenn auf der Aktivseite zwei Positionen getauscht werden, wobei der eine Aktivposten zu- und der andere um den gleichen Betrag abnimmt. Dadurch ändert sich die Bilanzsumme nicht. Ein Beispiel ist der Kauf von Waren, die bar bezahlt werden. Während der Warenbestand (Vorräte) zunimmt, verringern sich die liquiden Mittel.
- Ein **Passivtausch** liegt spiegelbildlich dann vor, wenn auf der Passivseite zwei Positionen getauscht werden, wobei ein Passivposten zu- und der andere um den gleichen Betrag abnimmt. Dadurch ändert sich die Bilanzsumme ebenfalls nicht. Ein Beispiel ist die Umwandlung kurzfristiger Verbindlichkeiten in langfristige Darlehensschulden. Ein weiteres Beispiel ist der Ersatz von Fremdkapital durch Eigenkapital, wenn beispielsweise ein Gläubiger seine Forderung in Eigenkapital umwandelt.

Fallbeispiel: Wie haben sich die Geschäftsvorfälle der Uli Meier Imbiss GmbH bilanziell niedergeschlagen?

1. Die Einlagen von Uli Meier und seinem Onkel Egon Müller von jeweils 25.000 € in bar führen zu einem Zugang auf dem Bankkonto, also zu einer Erhöhung der liquiden Mittel, in Höhe von 50.000 € auf der Aktivseite. Diese Buchung muss angesichts der obigen Bilanzgleichung auf der Passivseite zu Eigenkapital führen, denn es kamen auf der Aktivseite 50.000 € Vermögen (in Gestalt liquider Mittel) hinzu, ohne dass hierzu bisher Schulden aufgenommen wurden. Beide Seiten der Bilanz haben sich hier um den gleichen Betrag „verlängert“, daher spricht man in einem solchen Fall von einer Bilanzverlängerung. Diese buchen wir wie folgt:

Aktivseite: Zugang „Liquide Mittel“ 50.000 €

Passivseite: Zugang „Eigenkapital“ 50.000 €

2. Der Bankkredit in Höhe von 40.000 € von der lokalen Sparkasse führt ebenfalls zu einem Zugang liquider Mittel. Hier entsteht jedoch kein Eigenkapital, denn die Sparkasse hat hier Fremdkapital zur Verfügung gestellt; die GmbH ist nun Schuldnerin eines Darlehens. Auch hier „verlängern“ sich Aktiv- und Passivseite um den gleichen Betrag:

Aktivseite: Zugang „Liquide Mittel“ 40.000 €

Passivseite: Zugang „Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten“ 40.000 €

3. Der Kaufpreis von 35.000 € für Lokalausstattung und Küche wird zum Teil (25.000 €) per Banküberweisung beglichen und zum Teil (10.000 €) von der Gastro AG gestundet. Damit wird die Gastro AG zur Gläubigerin der Uli Meier Imbiss GmbH: Der „Lieferantenkredit“ von 10.000 € ist Teil des Fremdkapitals.

Aktivseite: Zugang „Betriebs- und Geschäftsausstattung“ 35.000 €

Aktivseite: Abgang „Liquide Mittel“ 25.000 €

Passivseite: Zugang „Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen“ 10.000 €

4. Die Warenlieferungen von Lebensmittelhändler Max Baumann im Wert von 8.500 € führten zu einem Zugang von Vorräten für den täglichen Verbrauch (Umlaufvermögen). Sie wurden per Banküberweisung beglichen.

Aktivseite: Zugang „Vorräte“ 8.500 €

Aktivseite: Abgang „Liquide Mittel“ 8.500 €

Damit hat die Bilanz der Uli Meier Imbiss GmbH nach diesen ersten vier Transaktionen nun folgendes Bild:

Bilanz nach den ersten 4 Transaktionen

Aktiva		Passiva	
Anlagevermögen		Eigenkapital	50.000
Betriebs- und Geschäftsausstattung	35.000		
Umlaufvermögen		Fremdkapital	
Vorräte	8.500	Darlehens- verbindlichkeiten	40.000
Bank	56.500	Verb. LuL	10.000
Summe	100.000	Summe	100.000

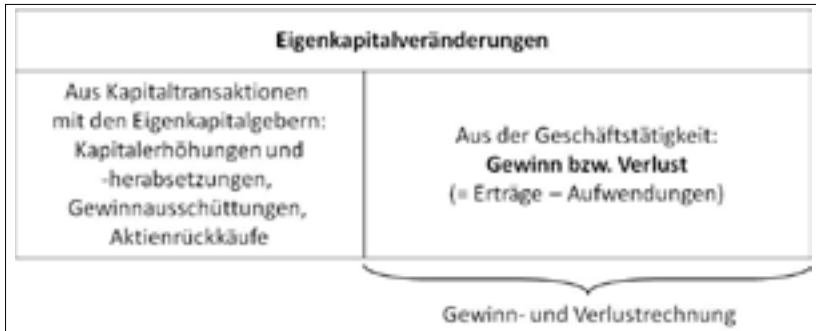
Um die folgenden Transaktionen erfassen zu können, gilt es zunächst, die GuV kennen zu lernen.

I.1.2.3 Die Gewinn- und Verlustrechnung: Erträge, Aufwendungen und Gewinn/Verlust

I.1.2.3.1 Überblick

Die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) ist neben der Bilanz das zweite zentrale Rechenwerk des Jahresabschlusses. Hier wird der Gewinn bzw. Verlust ermittelt. Rein technisch ist die GuV ein Unterkonto des Eigenkapitals: Hier werden Veränderungen des Eigenkapitals erfasst, die nicht aus Kapitaltransaktionen mit den Eigenkapitalgebern stammen, sondern im Rahmen der eigentlichen Geschäftstätigkeit des Unternehmens erwirtschaftet wurden. Damit lassen sich zwei Ursachen für Eigenkapitalveränderungen unterscheiden: a) solche aus Kapitaltransaktionen mit den Eigenkapitalgebern und b) aus der Geschäftstätigkeit: der Gewinn (Eigenkapitalerhöhung) bzw. Verlust (Eigenkapitalverminderung) der Periode (Abb. 2).

Abb. 2: Systematisierung von Eigenkapitalveränderungen (eigene Darstellung)



Fallbeispiel: In der obigen Transaktion 1 haben wir es mit einer Kapitaltransaktion mit den Eigenkapitalgebern zu tun, die zu einer Erhöhung des Eigenkapitals geführt hat. Gewinn oder Verlust ist hierdurch nicht entstanden.

Gewinn bzw. Verlust entsteht, wenn sich das Nettovermögen im Laufe der Periode erhöht bzw. vermindert hat und keine „GuV-neutrale“ Kapitaltransaktion mit den Eigenkapitalgebern vorliegt. Wie kann sich Nettovermögen erhöhen? In der Erhöhung des Nettovermögens besteht im Grunde der Hauptzweck eines jeden Wirtschaftsunternehmens: der Verkauf von Produkten und Dienstleistungen zu einem Preis, der die Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten übersteigt – kurz gesagt: günstig einkaufen und teuer verkaufen! Der so erwirtschaftete Überschuss wird als Gewinn bezeichnet und bildet ein Entgelt der Eigenkapitalgeber für die Übernahme des unternehmerischen Risikos. Bleibt der Verkaufspreis hinter den Kosten zurück, entsteht ein Verlust. Dadurch mindert sich das Eigenkapital.

I.1.2.3.2 Erträge und Aufwendungen

Gewinn bzw. Verlust ermitteln sich als Differenz aus Erträgen und Aufwendungen. Als **Erträge** bezeichnet man Erhöhungen des Nettovermögens in Gestalt von Wertzuwachsen im Vermögen oder durch die Verminderung von Schulden. Die größte Ertragsposition für die meisten Unternehmen sind die Umsätze, also der Zugang von liquiden Mitteln oder Kundenforderungen aus dem Verkauf der Produkte und Dienstleistungen des Unternehmens. **Aufwendungen** sind das genaue Gegenteil: Als Aufwendungen werden Verminderungen des Nettovermögens in Gestalt von Wertverlusten/Wertverzehr im Vermögen oder aus der Erhöhung von Schulden bezeichnet. Wesentliche Aufwandspositionen sind

z. B. der Personalaufwand, der Materialaufwand (die Kosten der in der Produktion eingesetzten Materialien), der Zinsaufwand oder Mietaufwand. Übersteigen die Erträge die Aufwendungen, wird ein Gewinn erzielt, der dem Eigenkapitalkonto gutgeschrieben wird und in der Folge ausgeschüttet oder einbehalten werden kann. Im umgekehrten Fall (die Aufwendungen übersteigen die Erträge) liegt ein Verlust vor; dieser belastet das Eigenkapitalkonto.

Wichtig ist schon an dieser Stelle: Erträge und Aufwendungen müssen nicht immer gleichzeitig mit Ein- und Auszahlungen in gleicher Höhe einhergehen. Damit unterscheidet sich der Gewinn bzw. Verlust vom Zahlungsmittelüberschuss oder neudeutsch „Cashflow“ und ist strikt davon zu trennen!

Ein Beispiel: Die Uli Meier Imbiss GmbH liefert am 15.12.20X1 das Büffet für eine Weihnachtsfeier und stellt dafür 1.200 € in Rechnung. Der zufriedene Kunde zahlt per Banküberweisung, aber erst im neuen Jahr 20X2. Das bedeutet, dass die GmbH im Jahr 20X1 einen Ertrag von 1.200 € erwirtschaftet hat: Sie hat ihre vertragliche Pflicht zur Lieferung des Büffets am 15.12. erfüllt und damit Anspruch auf die Zahlung des vereinbarten Entgelts von 1.200 € erworben. (Diesen Anspruch nennen wir eine Forderung. Diese Forderung steht auf der Aktivseite der Bilanz innerhalb des Umlaufvermögens.) Damit ist nach den Konventionen des Jahresabschlusses ein Ertrag entstanden. Es ist nicht erforderlich, dass das Entgelt von 1.200 € auch schon in bar beglichen wurde. Schaut man sich nun die Konsequenzen dieses Geschäfts für den Cashflow an, so wird deutlich: Eine Einzahlung konnte die GmbH im Jahr 20X1 noch nicht verbuchen. Damit ist der Cashflow für 20X1, wenn allein diese einzelne Transaktion betrachtet wird, gleich Null. Im Folgejahr 20X2 jedoch gehen die 1.200 € auf dem Konto der GmbH ein. Ein Ertrag entsteht dadurch nicht; der war ja schon 20X1 bei Lieferung des Büffets „verdient“ worden. Dafür ist jetzt ein positiver Cashflow von 1.200 € zu verzeichnen.

Diese Zusammenhänge lassen sich kurz und knapp durch eine Ergänzung der Bilanzgleichung (vgl. Kap. I.1.2.2.4) darstellen. Hier kommen nun die Aufwendungen und Erträge hinzu:

$$\begin{aligned} \text{Vermögen} + \text{Aufwendungen} &= \text{Eigenkapital} + \text{Schulden} + \text{Erträge} \\ \leftrightarrow \text{Vermögen} - \text{Schulden} + \text{Aufwendungen} &= \text{Eigenkapital} + \text{Erträge} \\ \leftrightarrow \text{Vermögen} - \text{Schulden} &= \text{Eigenkapital} + \text{Erträge} - \text{Aufwendungen} \\ \leftrightarrow \text{Vermögen} - \text{Schulden} &= \text{Eigenkapital} + \text{Gewinn (bzw. Verlust)} \end{aligned}$$

1.1.2.3.3 Grobgliederung der GuV

In der GuV wird durch Abzug der Aufwendungen von den Erträgen das **Ergebnis** (Gewinn bzw. Verlust) ermittelt. Um dieses Ergebnis und seine Entstehung nachvollziehbar darzustellen, werden eine Reihe von einzelnen Ertrags- und Aufwandspositionen sowie aussagekräftige Zwischenergebnisse innerhalb der GuV ausgewiesen. Dabei geht es im Wesentlichen darum, das Ergebnis des operativen (Kern-)Geschäfts (nachfolgend: Betriebsergebnis) klar zu trennen von den Einflüssen der Finanzierungstätigkeit (nachfolgend: Finanzergebnis) sowie von den Auswirkungen außergewöhnlicher Vorkommnisse (nachfolgend: außerordentliches Ergebnis) und von Steuereffekten.

Die Grobgliederung der GuV nach deutschem Handelsrecht sieht damit wie folgt aus (Abb. 3):

Abb. 3: Grobgliederung der GuV (nach HGB)

Betriebsergebnis (vor Zinsen und Steuern)
+/- Finanzergebnis (vor Steuern)
= Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBT)
+/- außerordentliches Ergebnis
-/+ Steueraufwand/-ertrag
= Jahresüberschuss/-fehlbetrag

1.1.2.3.4 Ermittlung des Betriebsergebnisses

Es gibt zwei Möglichkeiten, den ersten Teil der GuV, in dem das **Betriebsergebnis** ermittelt wird, aufzustellen: das Umsatzkostenverfahren und das Gesamtkostenverfahren. Beide Verfahren führen zum selben Betriebsergebnis, da sich lediglich die Gliederung unterscheidet:

- Beim **Gesamtkostenverfahren** werden die Umsatzerlöse den gesamten Aufwendungen (gegliedert nach Aufwandsarten; daher auch die Bezeichnung als „kostenartenorientiertes Verfahren“) gegenüber gestellt. Zusätzlich wird der Posten **Bestanderhöhung/-verminderung** einbezogen, um der Differenz der Aufwendungen von abgesetzten Produkten und hergestellten Produkten gerecht zu werden.
- Beim **Umsatzkostenverfahren** werden den Umsatzerlösen nur diejenigen Aufwendungen gegenübergestellt, die für die tatsächlich verkauften Produkte

angefallen sind. Die Erfassung der Aufwendungen fällt somit nicht zwangsweise in der Periode an, in der die Produkte hergestellt wurden. Die Aufwendungen werden hier nach den Funktionsbereichen des Unternehmens untergliedert (daher auch die Bezeichnung als „kostenträgerorientiertes Verfahren“). In der Praxis wird meist das Umsatzkostenverfahren angewendet.

Das Betriebsergebnis bei Kapitalgesellschaften wird nach § 275 HGB in etwa wie folgt ermittelt (Abb. 4):

Abb. 4: Gliederung des Betriebsergebnisses innerhalb der GuV (nach HGB)

Gesamtkostenverfahren	Umsatzkostenverfahren
Umsatzerlöse	Umsatzerlöse
+/- Bestandserhöhungen/-verminderungen	- Herstellungskosten der zur Erzielung der Umsatzerlöse erbrachten Leistungen
+ aktivierte Eigenleistungen	<hr style="border: 1px solid blue;"/>
+ sonstige betriebliche Erträge	<u>Bruttoergebnis vom Umsatz</u>
- Materialaufwand	- Vertriebskosten
- Personalaufwand	- allgemeine Verwaltungskosten
- Abschreibungen	+ sonstige betriebliche Erträge
- sonstige betriebliche Aufwendungen	- sonstige betriebliche Aufwendungen
<hr style="border: 1px solid blue;"/>	<hr style="border: 1px solid blue;"/>
Betriebsergebnis	Betriebsergebnis

Die einzelnen Ertrags- und Aufwandspositionen des Gesamtkostenverfahrens (GKV) seien nachfolgend kurz erläutert:

- **Umsatzerlöse** werden im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit eines Unternehmens erzielt. Sie resultieren aus Erlösen, die durch den Verkauf von Gütern oder die Bereitstellung von Dienstleistungen generiert wurden.
- **Bestandserhöhungen/-verminderungen** reflektieren Zu- oder Abnahmen im Bestand (Mengen- und/oder Wertgerüst) der fertigen und unfertigen Erzeugnisse. Fertige bzw. unfertige Erzeugnisse werden im Rahmen der Produktion von zum Verkauf bestimmten Gütern erstellt. Der Teil der Güter, die zwar in der betrachteten Periode hergestellt, aber nicht verkauft wurden, stellt eine Bestandserhöhung dar. Eine Bestandsverminderung ergibt sich, wenn in einer Periode mehr Erzeugnisse verkauft als hergestellt wurden.
- **Aktivierte Eigenleistungen** beinhalten im Unternehmen erstellte Leistungen, die nicht an Dritte verkauft werden und stattdessen zur Eigennutzung dienen. Beispiel: Ein großflächiges Lagerregal wird mit eigenen Arbeitskräften hergestellt und zur Lagerung von Gütern genutzt. Diese Eigenleistungen werden in der Bilanz als Vermögensgegenstände erfasst, also dort „aktiviert“.

- **Sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen** sind Erträge und Aufwendungen, die außerhalb des eigentlichen Kerngeschäfts anfallen. Diese beinhalten beispielsweise Erträge aus dem Abgang von Anlagen oder die Auflösung von nicht (vollständig) genutzten Rückstellungen.
- **Materialaufwand** beinhaltet Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, die zur Produktion von Gütern benötigt werden.
- **Personalaufwand** umfasst sämtliche Vergütungen der angestellten Mitarbeiter.⁴
- **Abschreibungen** sind Wertminderungen der Buchwerte von Vermögenswerten. Sie können planmäßiger oder außerplanmäßiger Natur sein. Planmäßige Abschreibungen dienen dazu, den Aufwand aus dem „Verbrauch“ eines langfristig genutzten Vermögenswertes den jeweiligen Geschäftsperioden seiner Nutzung zuzuordnen. Beispielsweise fällt für eine Maschine, die für 6.000 € angeschafft wurde und über drei Jahre in der Produktion genutzt werden kann, ein jährlicher Abschreibungsaufwand in Höhe von 2.000 € an. Dieser Abschreibungsaufwand reflektiert den anteiligen Verbrauch der ursprünglichen Investition in der jeweiligen Geschäftsperiode.

An dieser Stelle kommt erneut der fundamentale Unterschied zwischen Aufwendungen und Auszahlungen zum Tragen: Was sollen Abschreibungen erreichen? Es geht darum, bei der Ermittlung des Gewinns nur denjenigen „Teil“ einer Maschine gewinnmindernd als Aufwand zu erfassen, der im betreffenden Jahr „verbraucht“ wurde. Der Kauf der obigen Maschine für 6.000 € führt zwar zum Zeitpunkt des Kaufs zu einer Auszahlung von liquiden Mitteln in dieser Höhe; aber gleichzeitig erhält das Unternehmen einen Vermögensgegenstand mit ebendiesem Wert. Es handelt sich also um einen Aktivtausch: Die liquiden Mittel sinken um 6.000 €, während die Sachanlagen um 6.000 € steigen. Damit bleiben Nettovermögen, Eigenkapital und Gewinn/Verlust unberührt. Nun jedoch wird die Maschine in der Produktion eingesetzt. Man traut ihr eine dreijährige Nutzungsdauer zu, geht also davon aus, dass die investierten 6.000 € über drei Jahre einen Nutzen stiften. Daher sollte der „Verbrauch“ der Maschine auch über ebendiesen Dreijahreszeitraum den Gewinn in Form von Aufwand belasten. Dieser Aufwand wird als Abschreibung bezeichnet und beträgt jährlich 2.000 € (6.000 €/3 Jahre). Betrachtet man jedoch die Auswirkungen von Anschaffung und Betrieb der Maschine auf den Zahlungsmittelüberschuss

⁴ Aufwendungen für Leiharbeitskräfte fallen unter die Position Materialaufwand.

(= Cashflow), zeigt sich ein anderes Bild: Der Cashflow wird lediglich zum Zeitpunkt der Anschaffung berührt: Er ist mit -6.000 € negativ, da eine Auszahlung getätigt wird. In den Folgejahren des Betriebs, in denen jährliche Abschreibungen verrechnet werden, wird der Cashflow nicht mehr berührt. Erneut also: Gewinn und Cashflow bilden das finanzielle Unternehmensgeschehen aus unterschiedlichen Perspektiven ab. Sie sind strikt voneinander zu trennen!

Als nächstes seien die Ertrags- und Aufwandspositionen des **Umsatzkostenverfahrens (UKV)** dargestellt:

- **Herstellungskosten (HK)** sind alle Aufwendungen, die im Rahmen der Erbringung von Leistungen (Gütern oder Dienstleistungen) zur Erzielung der Umsatzerlöse entstehen. Sie werden auch als „HK des Umsatzes“ oder „Umsatzaufwand“ bezeichnet. Zum Beispiel wird für die Herstellung Material und Personal benötigt. Die Material- bzw. Personalaufwendungen stellen Herstellungskosten dar, sofern diese konkret durch die Produktion eines Gutes angefallen sind bzw. der Produktion zuzuordnen sind. Aber auch z. B. die Abschreibungen der Produktionsanlagen werden innerhalb der HK des Umsatzes ausgewiesen. Während also Material- und Personalaufwendungen sowie Abschreibungen bei Verwendung des Gesamtkostenverfahrens jeweils separat in der GuV gezeigt werden, gehen diese, wenn durch die Produktion veranlasst, im Rahmen des Umsatzkostenverfahrens in den Sammelposten **HK des Umsatzes** ein.
- Nach Abzug der HK des Umsatzes von den Umsatzerlösen ergibt sich im Umsatzkostenverfahren mit dem **Bruttoergebnis** ein erstes operatives Zwischenergebnis. Es stellt einen ersten Gradmesser für die operative Effizienz der unternehmerischen Leistungserstellung dar: Wie profitabel produziert das Unternehmen, wenn ausschließlich die umsatzabhängigen Aufwendungen berücksichtigt werden?
- **Vertriebskosten** beinhalten Sachgemein- und Personalkosten sowie Abschreibungen, die dem Vertriebsbereich zuzuordnen sind. Hierzu gehören z. B. Transportkosten für den Versand der verkauften Produkte, Ausgaben für Werbung oder auch die Abschreibungen auf Sachanlagen des Vertriebsbereichs.
- **Verwaltungskosten** beinhalten Sachgemein- und Personalkosten sowie Abschreibungen, die dem Verwaltungsbereich zuzuordnen sind. Sie werden oft auch als die Kosten der allgemeinen Verwaltung bezeichnet und zeichnen sich somit dadurch aus, dass sie eben nicht dem Produktionsbereich zuzu-

ordnen sind. Auf neudeutsch werden sie oft als „Administrative Overhead“ bezeichnet.

Wie bereits erwähnt, ist das **Betriebsergebnis** nach beiden Verfahren (GKV und UKV) identisch. Es gibt das nachhaltige Ergebnis der operativen Unternehmens-tätigkeit – dessen „operative Ertragskraft“ – wieder und bildet daher eine zentrale Größe der Bilanzanalyse. International ist es als **EBIT** (Earnings Before Interest and Taxes) geläufig, das dem Ergebnis vor Abzug von Zins- und Steueraufwand entspricht.

1.1.2.3.5 Weitere Bereiche der GuV

Unterhalb des Betriebsergebnisses schließen sich die folgenden weiteren GuV-Bereiche an (Abb. 5):

Abb. 5: Gliederung der GuV unterhalb des Betriebsergebnisses (nach HGB)

Betriebsergebnis (vor Zinsen und Steuern)
+/- Finanzergebnis (vor Steuern)
= Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBT)
+/- außerordentliches Ergebnis
-/+ Steueraufwand/-ertrag
= Jahresüberschuss/-fehlbetrag

- Als **Finanzergebnis** bezeichnet man Aufwendungen und Erträge aus der Finanzierungstätigkeit des Unternehmens. Hierzu zählen in erster Linie die Aufwendungen für das aufgenommene Fremdkapital, zuvorderst der Zinsaufwand. Es werden hier aber auch Erträge gegengerechnet, die aus der Anlage freier Mittel (z. B. in Beteiligungen an anderen Unternehmen, andere Wertpapiere oder vergebene Kredite) erwirtschaftet wurden.
- Betriebs- und Finanzergebnis zusammen bilden das **Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit**. Da das Finanzergebnis grob gesprochen die Kosten des Fremdkapitals abbilden soll, vermittelt das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit einen ersten Überblick darüber, welches Ergebnis (vor Abzug von Steuern) für die Eigenkapitalgeber erwirtschaftet wurde. International ist es als **EBT** (Earnings Before Taxes) bekannt, das dem Ergebnis vor Abzug von Steueraufwand entspricht.

- Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit wird nach deutschem Handelsrecht in einem nächsten Schritt um alle **außerordentlichen Aufwendungen und Erträge** korrigiert, die auf ungewöhnlichen Ereignissen beruhen, selten vorkommen und einen wesentlichen Betrag ausmachen. Mit dem separaten Ausweis dieses außerordentlichen Ergebnisses will man das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von nicht wiederkehrenden Einflüssen möglichst freihalten. Außerordentliche Aufwendungen und Erträge kommen nur in Ausnahmefällen vor. Beispielsweise führen der einmalige Verkauf (im Rahmen der Aufgabe eines Teilbetriebes) von Vermögenswerten und die damit verbundene Aufdeckung stiller Reserven oder Lasten zu einem außergewöhnlichen Ertrag bzw. Aufwand. Handelt es sich allerdings um wiederkehrende Ersatz- oder Rationalisierungsmaßnahmen, ist dies unter sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen zu erfassen. Ihre Abgrenzung von „normalen“ Vorfällen ist schwierig und umstritten. Daher ist ihr separater Ausweis in der internationalen Rechnungslegung nach International Financial Reporting Standards (IFRS) auch verboten; dort wird das außerordentliche Ergebnis nicht separat gezeigt.
- Anschließend werden in einem letzten Schritt die **Steueraufwendungen** abgezogen bzw. werden Steuererträge hinzuaddiert. Das sind in erster Linie die Steuern vom Einkommen und Ertrag – bei Kapitalgesellschaften etwa die Körperschaftsteuer (mit Solidaritätszuschlag) und die Gewerbesteuer. Neben den tatsächlich geschuldeten Steuern vom Einkommen und Ertrag werden unter den sogenannten „latenten Steuern“ auch fiktive Steuern verrechnet, die erst in der Zukunft geschuldet werden, aber heute schon absehbar sind. Hinzu treten die sonstigen Steuern, insbesondere Kfz- und Grundsteuer.
- „Unter dem Strich“ der GuV ergibt sich der **Jahresüberschuss** bzw. Jahresfehlbetrag als Ergebnis nach Zinsen und Steuern, quasi als „Bottom Line“ der Tätigkeit des abgelaufenen Geschäftsjahres. Jahresüberschuss und Jahresfehlbetrag sind Begriffe des deutschen Handelsrechts; international wird von „Profit“ bzw. „Loss“ oder „Net Income“ gesprochen. Aber auch im deutschen Sprachraum gehen die Begriffe häufig durcheinander. In schriftlicher und mündlicher Kommunikation ist häufig von Ergebnis, Nettoergebnis oder Gewinn/Verlust die Rede. Das vorliegende Handbuch verwendet primär letzteres Begriffspaar, wenn es nicht speziell um die handelsrechtliche GuV, sondern um das Konzept des Nettoergebnisses generell geht.

Fallbeispiel: Schauen wir uns nun also die weiteren Transaktionen der Uli Meier Imbiss GmbH an:

5. Das für die HWU errichtete Büffet (20.000 €) und die an Laufkunden verkauften Snacks und Gerichte (23.500 €) führen zu Umsatzerlösen, also Erträgen, in Höhe von 43.500 €. Dass von dieser Summe nur 38.500 € in bar vereinnahmt wurden, spielt für die Ermittlung des Gewinns keine Rolle. Denn zusätzlich zu den liquiden Mitteln von 38.500 € erhielt die Uli Meier Imbiss GmbH eine Forderung gegenüber der HWU in Höhe von weiteren 5.000 €. Es entstand also aus diesem Geschäft zunächst ein Vermögenszuwachs von insgesamt 43.500 €. Die Vorräte, die für die Erbringung dieser Leistungen, also zur Erzielung dieser Umsätze, verbraucht wurden, hatten einen Wert von 8.500 € (siehe Geschäftsvorfall 4). Sie müssen die Bilanz nun verlassen. Die GmbH erzielt also aus den Geschäften Catering (Büffet) und Imbissverkauf (Snacks und Gerichte) einen Ertrag von 43.500 € abzüglich 8.500 €, also 35.000 €. Diese Transaktion führt zu folgenden Buchungen in Bilanz und GuV:

Aktivseite: Zugang „Liquide Mittel“ 38.500 €

Aktivseite: Zugang „Forderungen aus Lieferungen und Leistungen“ 5.000 €

GuV (Erträge): „Umsatzerlöse“ 43.500 €

und

GuV (Aufwendungen): „Herstellungskosten des Umsatzes“ 8.500 €

Aktivseite: Abgang „Vorräte“ 8.500 €

Der Gewinn ergibt sich als Differenz (Saldo) aus Erträgen (43.500 €) und Aufwendungen (8.500 €) zu 35.000 €. Dieser Gewinn erhöht das Eigenkapital. Das zeigt sich auch in der Bilanz selbst: Sie zeigt den Abgang/Verbrauch der Vorräte (8.500 €) und den Zugang an liquiden Mitteln (38.500 €) und Forderungen (5.000 €). Damit hat die GmbH Vermögen im Wert von 8.500 € verbraucht und dafür Vermögen im Wert von 43.500 € erhalten – eine Erhöhung des Nettovermögens/Eigenkapitals von 35.000 €.

6. Die Gehaltsüberweisung von 17.000 € an den Koch Claus Lehmann stellt für die GmbH Aufwand dar: Das Nettovermögen mindert sich aufgrund des Abflusses liquider Mittel durch Banküberweisung, ohne dass im Gegenzug bilanzierungsfähiges Vermögen zugeht.

GuV (Aufwendungen): „Lohn- und Gehaltsaufwand“ 17.000 €
Aktivseite: Abgang „Liquide Mittel“ 17.000 €

7. Am Jahresende schuldet die GmbH dem Vermieter des Ladenlokals, Ewald Huber, noch die Miete für 2010 in Höhe von 3.500 €. Diese wurde also noch nicht gezahlt, sondern von Huber gestundet. Der Gebrauch der Mietsache, also des Ladenlokals, fand jedoch bereits 2010 statt. Der Mietaufwand gehört somit wirtschaftlich in das Jahr 2010 und wird dementsprechend auch schon 2010 als Aufwand gebucht. Worin aber besteht hier die Vermögensminderung, die für das Vorliegen von Aufwendungen charakteristisch ist? Hier mindert sich das Nettovermögen aufgrund des Zugangs einer Verbindlichkeit gegenüber Huber, da die rückständige Miete in Höhe von 3.500 € in der Zukunft zu zahlen ist. Diese Verbindlichkeit bildet einen Teil des Fremdkapitals und mindert damit das Nettovermögen.

GuV (Aufwendungen): „Mietaufwand“ 3.500 €
Passivseite: Zugang „Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen“ 3.500 €

8. Die HWU bezahlt nun doch einen Teil der Forderung in diesem Geschäftsjahr in Höhe von 2.500 € zurück. Dadurch erhöht sich der Bestand an liquiden Mitteln, die Forderungen nehmen im Gegenzug ab.
- Aktivseite: Zugang „Liquide Mittel“ 2.500 €*
Aktivseite: Abgang „Forderungen“ 2.500 €
9. Der Verzehr einer Bockwurst an Meiers Imbiss verursachte bei einem Kunden Übelkeit, weshalb er einige Tage im Krankenhaus verbringen musste. Der Kunde verlangt Schadenersatz. Für das nächste Jahr wird mit einer Schadenserstattung von 1.000 € gerechnet. Aufgrund des wahrscheinlichen aber ungewissen Anspruch auf Schadenserstattung des Kunden wird eine Rückstellung in Höhe von 1.000 € gebildet. Für die Schadenserstattung wird in der laufenden Periode Aufwand vereinnahmt, da sie in der aktuellen Periode verursacht wurde.
- GuV(Aufwendungen): „Sonstiger Aufwand“ 1.000 €*
Passivseite: Zugang „Rückstellungen“ 1.000 €
10. Meier schreibt die erworbene Ausstattung seines Ladenlokals über 10 Jahre linear ab. Das heißt: Pro Jahr ergibt sich ein Abschreibungsaufwand von 3.500 €, der den Werteverzehr des Anlagevermögens darstellt.

GuV(Aufwendungen): „Abschreibungsaufwand“ 3.500 €

Aktivseite: (Abgang) „Betriebs- und Geschäftsausstattung“ 3.500 €

11. Die jährlichen Zinszahlungen in Höhe von 500 € auf das Darlehen sind fällig. Dem Abfluss der liquiden Mittel steht ein korrespondierender Zinsaufwand gegenüber.

GuV(Aufwendungen): „Zinssaufwand“ 500 €

Aktivseite: (Abgang) „Liquide Mittel“ 500 €

12. Durch einen Vorfall im Ladenlokal wurde ein Teil der Ausstattung beschädigt. Der Schaden beläuft sich auch 100 €. Uli Meier muss das Anlagevermögen in dieser Höhe abschreiben.

GuV(Aufwendungen): „Außerordentliche Abschreibungen“ 100 €

Aktivseite: (Abgang) „Betriebs- und Geschäftsausstattung“ 100 €

13. Die Uli Meier Imbiss GmbH erzielt einen Gewinn von 9.400 €. Dieser wird mit einem Satz von 40 % versteuert. Somit ergibt sich ein Steuer- aufwand in Höhe von 3.760 €.

GuV(Aufwendungen): „Steueraufwand“ 3.760 €

Aktivseite: (Abgang) „Liquide Mittel“ 3.760 €

14. Das Unternehmen schüttet eine Dividende in Höhe von 200 € an seine Anteilseigner aus. Diese Ausschüttung wird in der Bilanz durch eine Verminderung des Eigenkapitals reflektiert.

Passivseite: (Abgang): „Eigenkapital“ 200 €

Aktivseite: (Abgang): „Liquide Mittel“ 200 €

Damit ergeben sich nach Abschluss des Jahres 2010 für die Uli Meier Imbiss GmbH folgende Bilanz und GuV:

Bilanz 31.12.2010

Aktiva		Passiva	
Anlagevermögen		Eigenkapital	49.800
Betriebs- und Geschäftsausstattung	31.400	Jahresüberschuss	5.640
Umlaufvermögen		Fremdkapital	
Vorräte	0	Darlehens- verbindlichkeiten	40.000
Forderungen	2.500	Verb. LuL	13.500
Bank	76.040	Rückstellungen	1.000
Summe	109.940	Summe	109.940

Gewinn- und Verlustrechnung			
Personeller Aufwand	17.000	Warenverkauf	43.500
Herstellungskosten	8.500		
Mietaufwand	3.500		
Abschreibungen	3.500		
Sonstiger Aufwand	1.000		
Zinsaufwand	500		
Auß. Abschreibungen	100		
Steueraufwand	3.760		
Jahresüberschuss	5.640		

Die Bilanz bildet auf der Aktivseite eine Aufstellung des Vermögens zum Stichtag 31.12.2010 und auf der Passivseite eine Aufstellung der Mittelherkunft. Die Vermögenswerte auf der Aktivseite werden mit Buchwerten ausgewiesen, nach Berücksichtigung aller Veränderungen der vergangenen Geschäftsperiode. Die Passivseite zeigt das Bankdarlehen der Sparkasse und sonstige Schulden, die sich im Rahmen der operativen Tätigkeit der Uli Meier GmbH ergeben haben. Das umfasst die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung und die Rückstellungen. Das Eigenkapital erhöhte sich um den erwirtschafteten Gewinn der Periode, der mittels der GuV bestimmt wird. Die GuV stellt sämtliche Aufwendungen der vergangenen Periode den Erträgen gegenüber. Der Saldo aus diesen Posten ist der erwirtschaftete Gewinn bzw. Verlust, der für die Uli Meier GmbH 5.640 € beträgt.

I.1.2.3.6 Zwischenfazit

Die bisherigen Erläuterungen zeigen: Die Bilanz besteht aus einzelnen Konten, auf denen Bestände und Bewegungen der Vermögensgegenstände, der Schulden und des Eigenkapitals erfasst werden. Der Gewinn – der Teil der Eigenkapitalveränderung, der sich aus der Geschäftstätigkeit ergibt und demnach nicht allein aus Kapitaltransaktionen mit den Anteilseignern stammt – wird in der GuV ermittelt. Die GuV bildet damit ein Unterkonto des Eigenkapitals. Das System der doppelten Buchführung führt dazu, dass sich – unter Einbezug des in der GuV ermittelten Ergebnisses – Aktiv- und Passivseite der Bilanz in der Summe stets entsprechen.

I.1.2.4 Die Kapitalflussrechnung: Einzahlungen, Auszahlungen und Cashflow

I.1.2.4.1 Übersicht

Wie passt nun die Kapitalflussrechnung (KFR) in dieses Bild? Die KFR ist ein weiteres zentrales Rechenwerk, das zwar nicht für alle Unternehmen ein zwingender Bestandteil des Jahresabschlusses ist, aber dennoch enorm wichtige Informationen für die Jahresabschlussanalyse bietet. Fasst man die GuV als Unterkonto des Eigenkapitals auf, so stellt die KFR als Gegenstück dazu ein Unterkonto der **liquiden Mittel** dar: Es erklärt die Veränderung der liquiden Mittel vom Periodenbeginn zum Periodenende. Die Gesamtveränderung der liquiden Mittel über die Periode hinweg wird als **Cashflow** bezeichnet. Er bildet damit den Saldo, also die Differenz, aus den Einzahlungen (Erhöhungen der liquiden Mittel) und den Auszahlungen (Verminderungen der liquiden Mittel).

Die Kapitalflussrechnung ist an sich sehr einfach zu verstehen. Sie ist nichts anderes als ein persönliches Haushaltsbuch, in dem Einzahlungen (z. B. Lohn- und Gehaltseingänge oder Kindergeld) und Auszahlungen (z. B. Miete, Abbuchungen von Supermärkten oder Versicherungen, Leasingraten für das Auto) einander gegenübergestellt werden. Betreibt man das für ein ganzes Jahr, ergibt sich als Summe von Ein- und Auszahlungen die Veränderung der liquiden Mittel: der Cashflow.

Um detailliertere Informationen zu bieten, gliedert die KFR den Cashflow nach den **drei verschiedenen Geschäftstätigkeiten**, die wir bereits kennen gelernt haben (vgl. Kap. I.1.1): Operatives Geschäft, Investitionstätigkeit und Finanzierungstätigkeit. Die Cashflows für die drei verschiedenen Geschäftstätigkeiten heißen daher Cashflow aus dem operativen Geschäft (oder Operativer Cashflow), Cashflow aus der Investitionstätigkeit und Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit.

Fallbeispiel: Wie die Erläuterungen zeigen, ergeben sich Auswirkungen auf die liquiden Mittel (Ein- oder Auszahlungen) aus den Transaktionen 1 bis 6 sowie 8, 11, 13 und 14 der Uli Meier Imbiss GmbH. Die Transaktionen 7, 9, 10 und 12 haben die liquiden Mittel hingegen nicht berührt.

Die KFR für die Uli Meier Imbiss GmbH ist daher einfach aufzustellen. Hierzu schaut man sich in einem ersten Schritt lediglich die Bewegungen in dem Konto „Liquide Mittel“ an und ordnet diese in einem zweiten Schritt den drei Geschäftstätigkeiten zu. Aus dieser „direkten“ Ermittlungsweise ergibt sich folgendes Bild:

Kapitalflussrechnung direkt	
aus 4	-8.500
aus 5	38.500
aus 6	-17.000
aus 8	2.500
aus 13	-3.760
Operativer Cashflow	11.740
aus 3	-25.000
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-25.000
aus 1	50.000
aus 2	40.000
aus 11	-500
aus 14	-200
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	89.300
Bestandsveränderung Bank	76.040

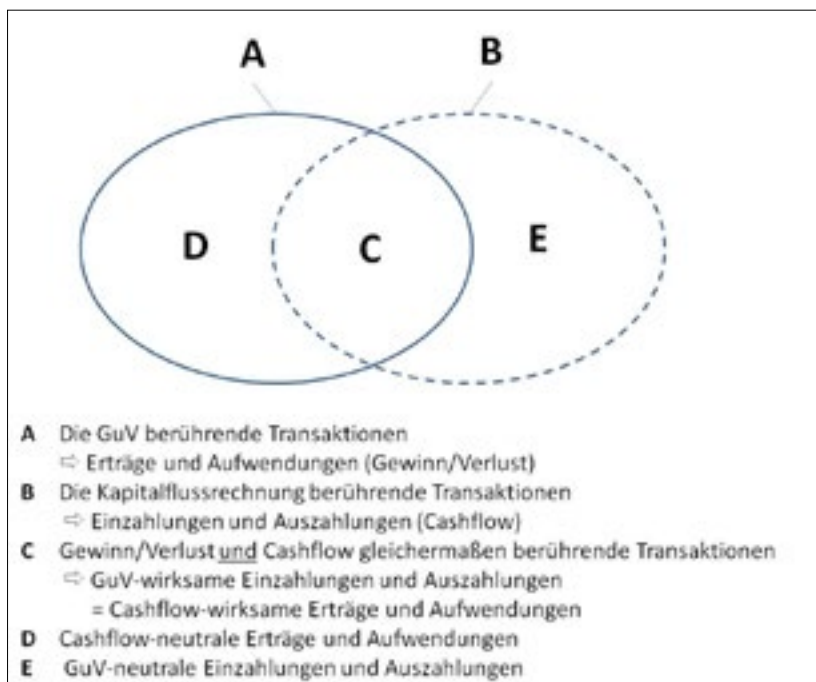
I.1.2.4.2 Was unterscheidet Gewinn und Cashflow?

In der Praxis werden Kapitalflussrechnungen häufig nach der sogenannten **indirekten Methode** erstellt, weil detaillierte Daten über die einzelnen Ein- und Auszahlungen im operativen Geschäft zum Teil nicht vorliegen. Man behilft sich dadurch, dass man den operativen Cashflow nicht direkt als Saldo der operativen Ein- und Auszahlungen ermittelt, sondern ihn retrograd (rückläufig) aus dem Gewinn ableitet. Dabei macht man sich die Tatsache zunutze, dass Gewinn und Cashflow über folgende Verknüpfung zusammenhängen:

Gewinn bzw. Verlust
 +/- Cashflow-neutrale Aufwendungen/Erträge
 +/- GuV-neutrale Ein-/Auszahlungen
 = Cashflow

Diese indirekte Methode ist dafür verantwortlich, dass die KFR vielfach in dem Ruf steht, besonders kompliziert und schwer verständlich zu sein. In der Tat ist es für die Lektüre „realer“ Kapitalflussrechnungen – aber auch generell! – wichtig, den Unterschied zwischen **Gewinn und Cashflow** und damit im Grunde zwischen Ertrag und Einzahlung sowie Aufwand und Auszahlung zu verstehen. Ist das klar, dann ist leicht einzusehen, warum sich Gewinn und Cashflow, wie in der Formel gezeigt, ineinander überführen lassen. Dazu sollte man sich vergegenwärtigen (siehe Abb. 6), dass es unter den gewinnwirksamen Transaktionen (Menge A) und den Cashflow-wirksamen Transaktionen (Menge B) solche gibt, die Gewinn und Cashflow berühren (der Regelfall: Schnittmenge C), aber auch solche, die nur eine der beiden Größen berühren: nur den Gewinn (Teilmenge D) oder nur den Cashflow (Teilmenge E).

Abb. 6: Abgrenzung von Gewinn/Verlust und Cashflow (eigene Darstellung)



Folgende Beispiele sollen diesen Zusammenhang noch einmal verständlicher machen:

■ **Transaktionen, die sowohl den Gewinn als auch den Cashflow in gleicher Höhe berühren (Schnittmenge C):**

- Verkauf von Waren gegen Barzahlung: Umsatzerlöse (Ertrag) werden vereinnahmt, in gleicher Höhe fließen liquide Mittel an das Unternehmen.
- Banküberweisung der Miete: Liquide Mittel fließen ab, ohne dass andere Vermögenswerte hinzukommen. Damit liegt in gleicher Höhe eine Nettovermögensminderung (Aufwand) vor.

■ **Cashflow-neutrale Erträge (Teilmenge D):**

Nettovermögenszuwächse, die keine Auswirkungen auf die liquiden Mittel (und damit auf den Cashflow) haben:

- Verkauf von Waren auf Ziel: Es werden Waren verkauft und somit Erträge generiert. Die Kunden kaufen die Waren auf Ziel und begleichen die Rechnung erst in der folgenden Periode. Es entsteht eine Forderung gegenüber den Kunden, die erst in zukünftigen Perioden zu Zahlungszuflüssen führt. Daher bleiben die liquiden Mittel unberührt.
- Fair-value-Zuschreibungen: Ein Vermögenswert wird von seinem Buchwert auf seinen höheren Marktwert zugeschrieben. Der Ertrag für die Zuschreibung wird in der GuV vereinnahmt, gleichzeitig wird der Buchwert des Vermögenswertes in der Bilanz erhöht. Die liquiden Mittel bleiben unberührt.

■ **Cashflow-neutrale Aufwendungen (Teilmenge D):**

Nettovermögensminderungen, die keine Auswirkungen auf die liquiden Mittel (und damit auf den Cashflow) haben:

- Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen: Aufwand für Abschreibungen fällt in der GuV an, gleichzeitig wird der Wert der Sachanlage vermindert. Die liquiden Mittel bleiben unberührt.
- Bildung einer Rückstellung: Ein Unternehmen bildet eine Rückstellung für Garantieleistungen in der nächsten Periode. Der Aufwand für die Rückstellung wird in der GuV berücksichtigt, gleichzeitig wird die Rückstellung in der Bilanz gebildet. Auszahlungen für die Garantieleistungen erfolgen ggf. erst in der nächsten Periode; daher bleiben die liquiden Mittel der aktuellen Periode unberührt.

■ **GuV-neutrale Einzahlungen (Teilmenge E):**

Zugänge bei den liquiden Mitteln, die keine Auswirkungen auf den Gewinn haben:

- Ein Unternehmen nimmt ein Darlehen auf: Zufluss an liquiden Mitteln bei gleichzeitiger Bildung einer Verbindlichkeit.
- Ein Unternehmen erhält Zahlungen aus Forderungen: Zufluss an liquiden Mitteln, Abnahme der Forderungen.

■ **GuV-neutrale Auszahlungen (Teilmenge E):**

Abgänge bei den liquiden Mitteln, die keine Auswirkungen auf den Gewinn haben:

- Ein Unternehmen kauft Vorräte: Zugang von Vorräten bei gleichzeitigem Abfluss von liquiden Mitteln. Die GuV wird nicht berührt.
- Ein Unternehmen kauft Sachanlagevermögen: Zugang von Sachanlagevermögen bei gleichzeitigem Abfluss von liquiden Mitteln. Die GuV bleibt unberührt.

Fallbeispiel: Auch für die Uli Meier Imbiss GmbH lässt sich die KFR nach der indirekten Methode erstellen. Es ergeben sich jedoch aufgrund der indirekten Ermittlung Unterschiede zu der direkten Methode hinsichtlich der Abgrenzung der Geschäftstätigkeiten.

Der Cashflow aus Investitionstätigkeit wird indirekt ermittelt durch Betrachtung der Veränderung des Sachanlagevermögens, angepasst um Abschreibungen. Das Sachanlagevermögen ist in der Bilanz im Vergleich zum Vorjahr um 31.400 € höher ausgewiesen. Hinzu kommen Abschreibungen in Höhe von 3.600 €. Zusammengenommen ergeben diese Beträge den Cashflow aus Investitionstätigkeit. Auch der Finanzierungscashflow wird indirekt durch Betrachtung der Veränderung des Eigenkapitals und der Veränderung der Verbindlichkeiten berechnet. Der Zinsaufwand, der bei der direkten Ermittlung noch im Finanzierungscashflow berücksichtigt wurde, wird somit zunächst nicht berücksichtigt und ist jetzt im operativen Cashflow zu finden. Im operativen Cashflow ist der Zinsaufwand als eine den Jahresüberschuss mindernde Komponente berücksichtigt.

Kapitalflussrechnung indirekt

Jahresüberschuss	5.640
+ Abschreibungen	3.600
– Veränderung Vorräte	0
– Veränderung Forderungen	-2.500
+ Veränderung Rückstellungen	1.000
+ Veränderung Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	13.500
Operativer Cashflow	21.240
– Veränderung Betriebs- und Geschäftsausstattung	-35.000
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-35.000
+ Veränderung Eigenkapital	49.800
+ Veränderung Darlehensverbindlichkeiten	40.000
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	89.800
Bestandsveränderung Bank	76.040

I.1.2.4.3 GuV und Kapitalflussrechnung im Vergleich

Die nachfolgende Übersicht stellt KFR und GuV gegenüber. Es ist für Sie in vielerlei Hinsicht fundamental wichtig zu verstehen, dass GuV (Gewinn) und KFR (Cashflow) unterschiedlich zu interpretieren sind.

Tabelle 1: GuV und Kapitalflussrechnung im Vergleich (eigene Darstellung)

	GuV	KFR
Charakter	Unterkonto des Eigenkapitals	Unterkonto der liquiden Mittel
Rechen- größen	Erträge Aufwendungen	Einzahlungen Auszahlungen
Ergebnis	Gewinn bzw. Verlust der Periode = Erträge – Aufwendungen	Cashflow der Periode = Einzahlungen – Auszahlungen
Bestand- teile/ Glieder- rung	Operatives Ergebnis Finanzergebnis Steuern vom Einkommen und Ertrag	Cashflow aus dem operativen Geschäft Cashflow aus Investitionstätigkeit Cashflow aus Finanzierungstätigkeit
Aussage- kraft	Nettovermögenszuwachs (Gewinn) oder Nettovermögensabnahme (Verlust) aus der Geschäftstätigkeit ⇒ Wie viel haben wir dieses Jahr in unserem Geschäft verdient?	Zu- oder Abnahme der liquiden Mittel (positiver oder negativer Cashflow) ⇒ Wie haben sich unsere liquiden Mittel dieses Jahr verändert?

Während die GuV die Profitabilität oder Rentabilität misst, geht es in der KFR primär um die Zahlungsfähigkeit, also die Verfügbarkeit liquider Mittel. Gewinn und Cashflow können sich stark auseinanderentwickeln. Verkauft ein Unternehmen beispielsweise alle seine Produkte nicht gegen Barzahlung, sondern auf Ziel (GuV: Umsatzerlöse; Bilanz: Zugang Forderungen auf der Aktivseite), kann das eine sehr profitable Strategie sein, die zu hohen Gewinnen führt, solange die erzielten Umsatzerlöse die eigenen Anschaffungs- oder Herstellungskosten übersteigen. Liquide Mittel fließen jedoch aus einem solchen Geschäft nicht zu; der Cashflow aus diesem Geschäft ist damit Null. Das kann auf Dauer zu Zahlungsschwierigkeiten und im Extremfall zu einer Insolvenz durch Illiquidität führen, obwohl das Unternehmen laut GuV hochprofitabel wirtschaftet!

Stellen Sie sich einen Internethändler vor, der Bücher zu 10 €/Stück verkauft, die im Einkauf 6 €/Stück (Barzahlung an den Großhändler) kosten. Mit jeder Lieferung entsteht ein Gewinn von 4 €/Stück, der in der GuV gezeigt wird. Die Bücher sind Bestseller und finden reißenden Absatz. Der Gewinn schnell in die Höhe, die GuV sieht blendend aus: Die Erträge (10 €/Stück) übersteigen die jeweiligen Aufwendungen (6 €/Stück). Wie steht es aber um den Cashflow? Der ist nur berührt, wenn tatsächlich Zahlungen geleistet werden; er hängt also von der Zahlungsmoral der Kunden ab. Hat der Händler Pech und die Zahlungen bleiben aus, dann übersteigen die Auszahlungen für die Anschaffung der Bücher (6 €/Stück) die Einzahlungen der Kunden: Der Cashflow ist dann negativ! Hat das Unternehmen keine Liquiditätsreserven und kann die Lücke auch nicht zwischenfinanzieren, droht die Insolvenz wegen Zahlungsunfähigkeit. Trotz bester Gewinnsituation!

I.1.2.5 Weitere Bestandteile der Unternehmensberichterstattung

Die **Eigenkapitalveränderungsrechnung** leitet den Anfangsbestand jeder Eigenkapitalposition zum Endbestand über. Sie berücksichtigt dabei das Jahresergebnis (Gewinn oder Verlust) und die Transaktionen mit den Anteilseignern.

Fallbeispiel: Für die Uli Meier Imbiss GmbH lässt sich die Eigenkapitalveränderungsrechnung wie folgt erstellen.

Eigenkapitalveränderungsrechnung	
Eigenkapital (zum Gründungszeitpunkt)	0
+ Eigenkapitaleinlagen	50.000
+ Gewinn	5.640
– Dividendenausschüttung	-200
Eigenkapital (am Ende der Periode)	55.440

Neben den detailliert beschriebenen Bestandteilen der Unternehmensberichterstattung gibt es fallweise die weiteren Bestandteile Segmentberichterstattung, Anhang und Lagebericht (vgl. Kap. I.1.2.1). Sie werden im Folgenden kurz erläutert.

Die **Segmentberichterstattung** enthält spezifische Informationen über die wesentlichen Geschäftsbereiche eines Unternehmens. Dabei werden die Unter-

nehmensdaten in disaggregierter – sprich aufgeschlüsselter – Form dargestellt, um eine differenziertere Beurteilung der wirtschaftlichen Lage zu ermöglichen.

Besonders wichtig ist die Segmentberichterstattung bei großen Konzernen, die in mehreren unterschiedlichen Geschäftsfeldern tätig sind. Bilanz und GuV vermitteln hier ein aggregiertes Bild des gesamten Konglomerats und werfen damit die möglicherweise unterschiedlichen Situationen und Verläufe in den einzelnen Bereichen „in einen Topf“. So ist z. B. die Deutsche Post AG im Segment „Brief“ aufgrund ihrer Monopolstellung hochprofitabel, während der Bereich „Express“ sich notorisch klamm darstellt. Ebenso ist der Volkswagen-Konzern kaum sinnvoll zu verstehen, wenn man nicht die Situation im Automobil- und im Finanzdienstleistungssegment getrennt betrachtet.

Der **Anhang** stellt einen eigenständigen Teil des Jahresabschlusses dar. Darin sind ergänzende Details und Berechnungen sowie qualitative Erläuterungen zu den eigentlichen Rechenwerken enthalten.

Machen Sie sich einmal den Spaß, den Anhang Ihres Jahresabschlusses zu lesen. Sie werden viel Interessantes finden, auch wenn vielleicht nicht alles auf Anhieb verständlich erscheint. Dann fragen Sie nach! Im Optimalfall, wenn er gut geschrieben ist, kann der Anhang fast schon eine Art Mini-Lehrbuch der Rechnungslegung darstellen – noch dazu aus der Perspektive Ihres Unternehmens!

Der **Lagebericht** ist ein eigenständiges Berichtsinstrument außerhalb des Jahresabschlusses, der vornehmlich durch qualitative Aussagen die Entwicklung der Gesellschaft darstellen soll. Hier präsentiert sich das Unternehmen dem Leser des Geschäftsberichts aus der Sicht der Unternehmensleitung. Insbesondere sollen Leistungsindikatoren analysiert, die künftige Entwicklung prognostiziert, das Risikomanagement dargestellt sowie Forschungs- und Entwicklungsbereich erläutert werden. Im Lagebericht kann die Unternehmensleitung jedoch nicht vollkommen „frei plaudern“, denn dessen Aussagen werden vom Wirtschaftsprüfer auf Einklang mit dem Bild geprüft, das der Jahresabschluss vermittelt.

I.1.3 Rechtsgrundlagen

I.1.3.1 Übersicht: Rechnungslegungsvielfalt in Deutschland

Der Jahresabschluss ist in Deutschland reguliert. Kapitalgesellschaften sind nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) zur Aufstellung eines Jahresabschlusses verpflichtet. Dieser **Einzelabschluss** berichtet über die Geschäftstätigkeit der einzelnen Gesellschaft. Er ist gleichzeitig Grundlage für die (aus Gläubigerschutzgründen) maximal erlaubte bzw. (zum Schutz von Minderheitsaktionären) mindestens zu leistende Gewinnausschüttung (Dividende) an die Anteilseigner.

Der Jahres- oder Einzelabschluss der Volkswagen AG, Wolfsburg, berichtet nach den Vorschriften des deutschen HGB über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Volkswagen AG, einer in Deutschland ansässigen Aktiengesellschaft.

Hinzu tritt für Muttergesellschaften von Konzernen der **Konzernabschluss**, der über die Geschäftstätigkeit der gesamten Unternehmensgruppe berichtet. Kapitalmarktorientierte Mutterunternehmen, die einen organisierten Kapitalmarkt zur Platzierung von Aktien oder Anleihen nutzen, erstellen diesen Konzernabschluss nicht nach den Vorschriften des HGB, sondern sind durch EU-Recht (IAS-Verordnung von 2002) zur Anwendung der **International Financial Reporting Standards (IFRS)** verpflichtet. Auch ein IFRS-Konzernabschluss besteht aus den in Kapitel I.1.2 beschriebenen Bestandteilen. Einzelne Transaktionen werden aber nach den IFRS etwas anders erfasst als nach den HGB-Vorschriften (vgl. Kap. I.1.4).

Die Volkswagen AG ist das Mutterunternehmen der global agierenden Volkswagen Group. Zu diesem gehören hunderte Gesellschaften weltweit, z. B. die deutsche Audi AG, die spanische SEAT S. A. oder die schwedische Scania AB. Über dieses globale Geflecht von Unternehmen, die allesamt unter der Kontrolle der Volkswagen AG stehen, wird im Konzernabschluss berichtet. Dieser ist nach IFRS zu erstellen.

Die Abschlüsse nach IFRS gelten als informativer als deutsche HGB-Abschlüsse. Die EU wollte mit der Einführung der IFRS-Konzernabschlusspflicht im Jahr 2005 die Transparenz und internationale Vergleichbarkeit kapitalmarktorientierter Konzerne verbessern. Diese Transparenz- und Vergleichbarkeitsvorteile dürfen in

Deutschland auch solche Konzerne für sich nutzen, die nicht kapitalmarktorientiert sind. Sie dürfen ihren Konzernabschluss nach IFRS oder HGB erstellen – hier besteht ein Wahlrecht.

Einige der größeren deutschen Mittelständler nutzen diese Möglichkeit eines IFRS-Konzernabschlusses beispielsweise, um für einen geplanten Börsengang zu „üben“.

Deutsche Unternehmen dürfen zur Information ihrer Kapitalgeber freiwillig einen IFRS-Einzelabschluss aufstellen – solange zusätzlich ein HGB-Einzelabschluss für Ausschüttungsbemessungszwecke vorhanden ist. Von diesem Wahlrecht machen aber nur die wenigsten Unternehmen Gebrauch.

Auch die deutschen IFRS-Anwender müssen in vielen Fällen nach wie vor die Vorschriften des deutschen HGB beachten. So bestimmt sich etwa die Aufstellungspflicht eines IFRS-Konzernabschlusses zunächst danach, ob das betreffende Unternehmen nach deutschem HGB verpflichtet wäre, einen Konzernabschluss zu erstellen. Ist das der Fall, ergibt sich aus dem HGB die Pflicht, einen IFRS-Konzernabschluss aufzustellen. Zudem gilt das HGB weiterhin für den Einzelabschluss. Auch die Pflicht zur Prüfung von IFRS-Konzernabschlüssen ergibt sich aus dem HGB und nicht aus den IFRS. Dies gilt auch für die Konzernlageberichterstattung: Sie ist ebenfalls nach dem HGB geregelt, da die IFRS hier keine eigenen Vorschriften enthalten.

Um das Rechnungslegungs-Wirrwarr perfekt zu machen: Jedes deutsche Unternehmen und damit auch jede Kapitalgesellschaft muss neben den handelsrechtlich erforderlichen Abschlüssen zudem eine **Steuerbilanz** erstellen, aus der die Körperschaft- und Gewerbesteuerzahlungen abgeleitet werden. Die Steuerbilanz bezieht sich immer auf die Einzelgesellschaft – eine Konzernbesteuerung gibt es derzeit in Deutschland noch nicht. Obwohl die Steuerbilanz auf eigenen Rechtsvorschriften basiert (insbesondere Einkommen- und Körperschaftsteuergesetz), gelingt es vielen Unternehmen, ihre Einzelabschlüsse so aufzustellen, dass diese die Vorschriften des HGB und der Steuerbilanz gleichzeitig erfüllen. Diese Einheitsbilanzen sind vor allem bei kleineren Gesellschaften verbreitet.

Die nachfolgende Tabelle 2 fasst die Vielfalt der deutschen Rechnungslegung zusammen:

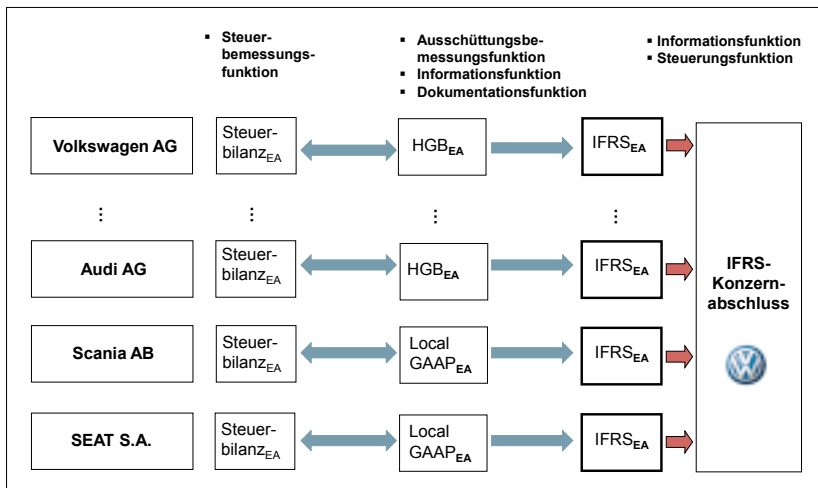
Tabelle 2: Rechnungslegungspflichten in Deutschland (eigene Darstellung)

	Einzelabschluss	Konzernabschluss
Kapitalmarktorientierte Unternehmen	<u>Pflicht:</u> Nach HGB (für Ausschüttungszwecke) und nach Steuerrecht (Steuerbilanz)	<u>Pflicht:</u> Nach IFRS
Nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen	<u>Wahlrecht:</u> Zusätzlich nach IFRS (für Offenlegungszwecke)	<u>Wahlrecht:</u> Nach HGB oder IFRS

Es zeigt sich also: Die deutsche Rechnungslegungsregulierung ist vielfältig. Die meisten Unternehmen stellen nicht nur einen, sondern bis zu drei Abschlüsse auf: Steuerbilanz, Handelsbilanz und IFRS-Abschluss. Wenn Ihnen also ein Abschluss vorgelegt wird, achten Sie darauf, um welchen es sich handelt!

Abbildung 7 demonstriert diese Vielfalt am Beispiel des Volkswagen-Konzerns: Zusätzlich zum bisher Erläuterten sieht man in der Abbildung noch separate IFRS-Einzelabschlüsse, die die einzelnen Konzerngesellschaften an das Mutterunternehmen liefern müssen. Letzteres fügt diese Einzelabschlüsse (EA) nach Geschäftsjahresende zum IFRS-Konzernabschluss zusammen.

Abb. 7: Rechnungslegung im Volkswagen-Konzern (eigene Darstellung)



I.1.3.2 Woher kommen die IFRS?

Das deutsche Handelsgesetzbuch stammt aus dem Jahr 1897, seine letzte größere Reform wurde im Jahr 2009 von Bundestag und Bundesrat beschlossen. Im Gegensatz dazu sind die IFRS deutlich jünger und werden außerdem von einem privatrechtlich organisierten Standardisierungsgremium (neudeutsch: Standardsetter) verantwortet. Schöpfer der IFRS ist das in London ansässige **International Accounting Standards Board (IASB)**, ein privater, aus der Wirtschaftsprüfungsbranche heraus gegründeter Verein.

Die IFRS setzen sich zusammen aus einer Vielzahl einzelner genereller Standards und detaillierterer Interpretationen. Sie werden zusammen mit entsprechenden Begründungen, Anhängen, Beispielen und Anwendungshinweisen in Form eines umfangreichen “Gesetzbuches“ vertrieben. Das IASB besitzt als privater Verein keinerlei eigene Gesetzgebungskompetenz. Ihre Bindungswirkung für Unternehmen erhalten diese privatrechtlichen Normen dadurch, dass sie von nationalen oder supranationalen Organisationen rechtlich anerkannt werden. Für diesen Prozess der rechtlichen Anerkennung hat sich international der Begriff **Endorsement** eingebürgert. Auch die EU lässt die IFRS durch ein solches Anerkennungsverfahren laufen.

Angesichts der zunehmenden Bedeutung der IFRS sowie der Zielsetzung der EU, über die Einführung der IFRS Transparenz und Vergleichbarkeit der Rechnungslegung im internationalen Bereich zu erhöhen, gewinnen stringente Anwendung und Durchsetzung an Bedeutung. Dabei weiß man heute: Die Rechnungslegungspraxis wird nicht nur durch das geschriebene Wort in Gesetzen, Standards und sonstigen Normen beeinflusst, sondern möglicherweise noch stärker durch die nach wie vor national geprägten Kulturen und Traditionen sowie durch ökonomische und rechtliche Umweltbedingungen, innerhalb derer diese Normen in der Praxis gelebt werden. Daher macht sich die EU dafür stark, dass die nationalen Regulierer ein europaweit abgestimmtes Verfahren etablieren, mit dessen Hilfe die EU-weit einheitliche Umsetzung und Anwendung der IFRS sichergestellt werden soll. Diesen Prozess des Enforcement führen in Deutschland die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) durch. Er wird auf EU-Ebene von der European Securities and Markets Authority (ESMA) koordiniert.

I.1.4 Wesentliche Unterschiede zwischen HGB und IFRS

Sowohl nach HGB als auch nach den IFRS beruhen Jahres- und Konzernabschlüsse auf den in Kapitel I.1 dargestellten Prinzipien der doppelten Buchhaltung.

Das bedeutet: Bilanz, GuV, Kapitalflussrechnung und alle anderen Bestandteile der Finanzberichterstattung funktionieren in beiden Systemen im Wesentlichen nach den gleichen Fundamentalgrundsätzen. Wer das Prinzip verstanden hat, kann demnach mit jedem Abschluss etwas anfangen.

Bei näherer Betrachtung bestehen indes natürlich Unterschiede. Diese liegen sowohl auf konzeptioneller Ebene im Bereich der Zielsetzung, aber auch auf der konkreteren Ebene der Regeln, die Inhalt und Aufbau der Bilanz sowie die Bewertung ihrer einzelnen Positionen (und damit die Ermittlung des Gewinns) betreffen. Insbesondere hinsichtlich Umfang und Detaillierungsgrad des Anhangs unterscheiden sich die beiden Systeme: Die IFRS enthalten so viele Pflichtangaben, dass IFRS-Anhänge mit teils vielen Dutzend Seiten in der Regel deutlich länger ausfallen als solche nach HGB.

Im Rahmen der **Bilanzanalyse** sind die genannten Eigenheiten der jeweiligen Systeme besonders zu beachten. Bilanzanalytiker sind ausgewiesene Experten, die sich in beiden „Rechnungslegungswelten“ gleichermaßen auskennen und im Rahmen ihrer Analysen die jeweils angemessenen Schlüsse ziehen. Für Sie als Adressaten und Leser dieser Analysen ist es primär von Bedeutung, den Ihnen vorliegenden Abschluss zunächst einordnen zu können (siehe hierzu den Beginn des Anhangs, in dem das zugrunde liegende System genannt wird) und die zentralen Wesensmerkmale des angewandten Systems zu verstehen.

Die nachfolgende Tabelle 3 bietet einen Überblick über die wesentlichen Unterschiede zwischen HGB und IFRS, wobei die Aufzählung nicht abschließend ist. Für Einzelheiten sei auf die einschlägige Literatur verwiesen.⁵

5 Eine Quelle sei hier insbesondere genannt: Das IFRS-Lehrbuch von Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (Internationale Rechnungslegung, 8. Auflage 2011; ISBN-13: 9783791029382) bietet zu jedem IFRS-Rechnungslegungsthema einen knappen Vergleich mit den Normen des HGB. Zudem stellen die großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften knappe synoptische Überblicke zur Verfügung.

Tabelle 3: Vergleich von HGB und IFRS (eigene Darstellung)

	HGB	IFRS
Quelle	Nationale Gesetzgebung	Privatrechtliche Institution
Primäre Zielsetzung	Gläubigerschutz, Bemessung von Gewinnausschüttungen und (indirekt über die Steuerbilanz) Steuerzahlungen	Vermittlung entscheidungsnützlicher Informationen an Investoren und andere externe Adressaten
Fundamentalgrundsatz	„Vorsichtige“ Bilanzierung und Gewinnermittlung	Vermittlung eines realitätsgetreuen, fairen Bildes der Unternehmenssituation
Zusammenhang mit Steuerbilanz	Handelsrechtlicher Abschluss prägt Steuerbilanz über das sogenannte Maßgeblichkeitsprinzip ⁶	Kein Zusammenhang: IFRS-Abschluss ist steuerlich irrelevant
Gliederungsvorschriften	Für Kapitalgesellschaften im Gesetz detailliert vorgeschrieben (Bilanz: § 266 HGB; GuV: § 275 HGB)	Nur grobe Vorgaben, daher in der Praxis erhebliche Unterschiede in Aufbau und Gliederungstiefe
Gliederung der GuV	Wahlrecht: Gesamtkostenverfahren oder Umsatzkostenverfahren; GKV dominiert	Wahlrecht: Gesamtkostenverfahren und Umsatzkostenverfahren; UKV dominiert
Bilanzansatz	Alle Vermögensgegenstände, mit einzelnen Ausnahmen, z. B. <ul style="list-style-type: none"> • Wahlrecht, Entwicklungskosten als immaterielle Vermögensgegenstände zu aktivieren • Verbot, selbst geschaffene Softwareprogramme, Marken, Kundenlisten oder Drucktitel zu aktivieren • Verbot, bestimmte Aufwendungen (insbesondere für Gründung, Beschaffung des Eigenkapitals und Abschluss von Versicherungsverträgen) zu aktivieren 	Alle Vermögenswerte, mit einzelnen Ausnahmen, z. B. <ul style="list-style-type: none"> • Pflicht, Entwicklungskosten unter bestimmten Voraussetzungen zu aktivieren • Verbot, bestimmte selbst geschaffene immaterielle Vermögenswerte (ähnlich HGB) zu aktivieren
Bewertung und Gewinnermittlung	Grundprinzip: Bewertung von Vermögensgegenständen maximal in Höhe der ursprünglich angefallenen Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten	Grundprinzip: Mehrere Wertmaßstäbe existieren parallel; vielfach Bewertung zum aktuellen (Markt-) Wert (Fair Value)

6 Handelsrechtliche Vorschriften haben Einfluss auf die Steuerbilanz.

	HGB	IFRS
Bewertung einzelner Vermögenswerte	<p>Sachanlagen: Um Abschreibungen fortgeführte Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten</p> <p>Immaterielle Vermögenswerte: Um Abschreibungen fortgeführte Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten</p> <p>Finanzielle Vermögensgegenstände: Anschaffungskosten oder (nur falls niedriger!) aktueller (Markt-) Wert (Ausnahme: Möglichkeit der Zeitwertbewertung des Handelsbestandes von Kreditinstituten)</p> <p>Fremdvermietete Immobilien: Um Abschreibungen fortgeführte Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten</p> <p>Vorräte: Verschiedene Bewertungsannahmen erlaubt (zum Beispiel LiFo, FiFo⁷)</p>	<p>Sachanlagen: Um Abschreibungen fortgeführte Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten oder (Wahlrecht!) zum Abschlussstichtag Neubewertung zum aktuellen (Markt-) Wert (Fair Value)</p> <p>Immaterielle Vermögenswerte: Um Abschreibungen fortgeführte Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten oder (Wahlrecht!) zum Abschlussstichtag Neubewertung zum aktuellen (Markt-)Wert (Fair Value)</p> <p>Finanzielle Vermögenswerte: Je nach Art des Vermögenswerts und Halteabsicht der Unternehmensleitung entweder Anschaffungskosten als Obergrenze (wie HGB) oder zum Abschlussstichtag Neubewertung zum aktuellen (Markt-)Wert (Fair Value)</p> <p>Fremdvermietete Immobilien: Um Abschreibungen fortgeführte Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten oder (Wahlrecht!) zum Abschlussstichtag Neubewertung zum aktuellen (Markt-)Wert (Fair Value)</p> <p>Vorräte: Weniger Bewertungsannahme erlaubt (z. B. LiFo verboten)</p>
Gewinnermittlung bei Langfristträgern	Ertragsrealisierung erst bei Projektabschluss und -abnahme	Ertragsrealisierung nach Leistungsfortschritt

7 Verbrauchsfolgerfahren: Methode nach der Verbrauchsgüter bewertet werden: LiFo = Last in First out, das heißt: Zuletzt beschaffte Vermögenswerte sind zuerst zu verbrauchen; FiFo = First in First out: Zuerst beschaffte Vermögenswerte sind zuerst zu verbrauchen.

Wie der Überblick zeigt, ist den IFRS stärker an einem realistischen Bild der aktuellen Unternehmenssituation gelegen. Hier ist daher häufiger als nach HGB die Verwendung von aktuellen (Markt-)Werten (Fair Value) erlaubt, auch wenn diese die ursprünglichen Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten übersteigen. Damit treten nach IFRS häufiger unrealisierte Gewinne auf, die nach HGB im Sinne der Zwecksetzung durch „vorsichtige“ Bilanzierung vermieden werden.

1.2 Jahresabschlussanalyse

Jahres- und Konzernabschlüsse liefern ihren Adressaten, zu denen auch Sie als Aufsichts- und Betriebsräte der bilanzierenden Gesellschaften gehören, wichtige Informationen über die aktuelle und die zu erwartende künftige wirtschaftliche Lage der betreffenden Unternehmen.

Dieses Handbuch soll Ihnen die für eine gewinnbringende Lektüre von Jahresabschlussanalysen notwendigen Grundkenntnisse vermitteln. Die Erläuterungen zu den einzelnen Analysebereichen sind angereichert durch eine Beispielanalyse, die Ihnen einen möglichen Aufbau und eine inhaltlich sinnvolle Struktur zeigt. Diese Beispielanalyse beschäftigt sich mit der Situation des Volkswagen-Konzerns im Geschäftsjahr 2010. Wir verweisen auf sie im weiteren Verlauf dieses Handbuchs fortlaufend durch entsprechende Hinweise am rechten Seitenrand. Die Beispielanalyse illustriert alle Standardelemente einer Bilanzanalyse und enthält zudem weitere fakultative Bestandteile, die ein Analytiker bedarfsweise zusätzlich erstellen kann. Aus diesem Grund ist sie relativ umfangreich und dient somit als didaktisches Anschauungsobjekt. In der Praxis wird der notwendige Umfang einer Bilanzanalyse sehr stark von der Komplexität und Größe des Unternehmens, dem Zweck der Analyse und der Verfügbarkeit der Daten beeinflusst.

In den nächsten Kapiteln dieses Handbuchs möchten wir Ihnen die einzelnen **Analysebestandteile** kurz erläutern und für deren gewinnbringende Lektüre notwendige Grundkenntnisse vermitteln.

Abb. 8: Überblick über Aufbau und Bestandteile von Bilanzanalysen (eigene Darstellung)

Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse (Executive Summary)	
Kurzbeschreibung von Unternehmen und Umfeld	
Aufbereitung der Datenbasis	
Bilanzanalytische Anpassungen	Verkürzter Strukturaabschluss
Kennzahlenanalyse	
<ul style="list-style-type: none"> • Rentabilitätsanalyse • Liquiditätsanalyse • Kapitalstrukturanalyse 	<ul style="list-style-type: none"> • Vermögensstrukturanalyse • Personal und Produktivität
<i>Fakultativ: Weitergehende Analysen</i>	
<i>Fakultativ: Wettbewerbsanalyse</i>	
<i>Fakultativ: Trendanalyse</i>	
Analysefazit und mögliche Fragen an die Unternehmensleitung	

- Im Sinne der Leserfreundlichkeit sollten Bilanzanalysen mit einer prägnanten **Zusammenfassung** (Executive Summary) beginnen, in der die wesentlichen Ergebnisse für den eiligen Leser zusammengefasst werden.
- Im Anschluss daran werden das analysierte **Unternehmen und dessen Umfeld** in aller Kürze vorgestellt.
- Ein wichtiger Zwischenschritt im Vorfeld der eigentlichen Analyse besteht in der **Aufbereitung der Datenbasis**.
 - Hier werden in einem ersten Schritt bestimmte bilanzanalytische Bereinigungen vorgenommen, um die vorliegenden Rohdaten in eine vergleichbare und realitätsgetreue Analysegrundlage zu überführen. Dabei kann es vorkommen, dass ein dergestalt bereinigter Abschluss von dem Ihnen vorliegenden offiziellen Abschluss Ihres Unternehmens abweicht. Das hat jedoch seinen Grund: Der Analytiker ist der Ansicht, dass die bereinigte

Version eine bessere Ausgangsbasis für eine aussagekräftige Analyse bietet als der offizielle Abschluss. Ein Grund hierfür kann sein, dass der Analytiker Ihren Jahresabschluss um bilanzpolitische Einflüsse bereinigt hat. Weitere Gründe werden wir ebenso wie die Bereinerungsschritte innerhalb der Analyse transparent erläutern und begründen.

- In einem zweiten Schritt bringt der Analytiker die oftmals umfangreichen und detailliert gegliederten Rechenwerke des Abschlusses in eine verkürzte, einfachere Form, indem er die wesentlichen Positionen zusammenfasst. Das dient der Übersichtlichkeit und Vergleichbarkeit.
- In einem dritten und abschließenden Schritt werden Bilanz und GuV zu Strukturbilanz und Struktur-GuV „standardisiert“, indem die einzelnen Positionen jeweils in Prozent der Bilanzsumme bzw. der Umsatzerlöse ausgedrückt werden. Im Rahmen einer Fünfjahresübersicht erhalten Sie somit einen schnellen ersten Eindruck über wesentliche Trends, Strukturen und Relationen.
- Den Kern der eigentlichen Bilanzanalyse bildet die **Kennzahlenanalyse**. Sie basiert auf folgendem Gedanken: Jedes Unternehmen verfolgt im Wesentlichen zwei Ziele: Erstens soll Einkommen für die Unternehmensbeteiligten (Investoren, Arbeitnehmer, Gläubiger etc.) erzielt werden. Zweitens soll die Quelle dieses Einkommens nachhaltig gesichert werden. Bedroht wird Letztere durch zwei unterschiedliche Insolvenzgründe: die Zahlungsunfähigkeit (Illiquidität) und die Überschuldung. Die Kennzahlenanalyse betrachtet dementsprechend, wie gut es der Unternehmensleitung im abgelaufenen Jahr im Vergleich zu den Vorjahren gelungen ist, diese Ziele zu erreichen, und welche Risiken die künftige Zielerreichung bedrohen.
- Eine Bilanzanalyse lebt von Vergleichen. Besonders aufschlussreich ist dabei ein Vergleich (neudeutsch: Benchmarking) der Analyseergebnisse mit einzelnen Wettbewerbern und/oder der Branche insgesamt. Eine solche **Wettbewerbsanalyse**, wenn sie gründlich ausfallen soll, ist aufwändig – stellt sie doch im Grunde eine vollständige Analyse anhand eines weiteren Unternehmens dar. Zudem ist die Auswahl eines geeigneten Vergleichsunternehmens oft ein schwieriges Problem. Aus diesen Gründen ist die Wettbewerbsanalyse kein Standardelement einer Bilanzanalyse, sondern kann fallweise hinzutreten.
- Bilanzanalysen betrachten primär Vergangenheitsdaten, nämlich das aktuell abgelaufene Jahr und die Vorjahre. Die Kennzahlenanalyse zeigt in diesen Vergangenheitsdaten bestimmte Regelmäßigkeiten und Trends auf. Konsequenz zu Ende gedacht, lässt sich diese Vergangenheitsanalyse daher unter plausiblen

und transparenten Annahmen zu einer **Trendanalyse** der künftigen Entwicklung weiterentwickeln. Als Ergebnis einer solchen Trendanalyse ergeben sich die erwarteten (Plan-)Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Kapitalflussrechnungen, wie sie sich bei Eintritt der angenommenen Szenarien darstellen würden. Eine solche Trendanalyse ist besonders spannend, denn sie erlaubt Ihnen, die tatsächliche Entwicklung mit dem erwarteten Planabschluss abzugleichen und eventuelle Abweichungen gegenüber der Unternehmensleitung kritisch zu hinterfragen. Ebenso wie Wettbewerbsanalysen sind allerdings auch Trendanalysen aufwändig und setzen zudem eine Reihe von Annahmen voraus. Auch die Trendanalyse ist daher kein Standardelement einer Bilanzanalyse, sondern kann ebenfalls fallweise hinzutreten.

- Jede Bilanzanalyse sollte mit einem **Fazit** sowie – für Sie als Mandatsträger von besonderem Interesse – mit einer Reihe fundierter **möglicher Fragen an die Unternehmensleitung** schließen, die sich direkt aus der Analyse ergeben. Diese Fragen können und sollten Sie in den entsprechenden Gremiensitzungen und Gesprächen stellen. Ergänzt werden die Fragen fallweise um mögliche Antwortszszenarien. Das erleichtert es Ihnen, zu reagieren und gegebenenfalls nachzuhaken.

II Jahresabschlussanalysen verstehen am Beispiel des Volkswagen-Konzerns

II.1 Datenbasis

II.1.1 Bilanzanalytische Anpassungen

II.1.1.1 Überblick

In diesem Analysebereich werden wesentliche Bereinerungsschritte erläutert, mit deren Hilfe die berichteten Ist-Zahlen des zu analysierenden Unternehmens in die Werte transformiert werden, die der weiteren Analyse zugrunde liegen. Nicht in jeder Bilanzanalyse werden alle hier beschriebenen Maßnahmen vorgenommen. Inwieweit diese jeweils erforderlich und sinnvoll sind, entscheidet der Analytiker im Einzelfall.

Die zu berücksichtigenden Korrekturen lassen sich im Wesentlichen wie folgt kategorisieren:

- Unter **Messfehlern und Verzerrungen** versteht man Fälle, in denen die Rechnungslegungsdaten des analysierten Unternehmens die wirtschaftliche Realität aus unterschiedlichen Gründen theoretisch ungenau oder verzerrt abbilden (vgl. Kap. II.1.1.2).
- **Strukturbrüche** sind ungewöhnliche und/oder selten eintretende Sachverhalte, die den Vergleich des aktuellen Jahres mit den Vor- und Folgeperioden erschweren. Dazu gehören zum Beispiel Änderungen des Konsolidierungskreises, der die zu einem Konzern gehörenden Unternehmen umfasst, sowie sonstige Einmaleffekte (vgl. Kap. II.1.1.3).
- Als **sonstige Anpassungen** werden hier weitere Annahmen und Konventionen für die bilanzanalytische Behandlung bestimmter Sachverhalte bezeichnet, die der Analytiker im Rahmen der Analyse erläutert (vgl. Kap. II.1.1.4).

Diese Korrekturen können auf zweierlei Weise in die Analyse eingehen:

- Sind sie verlässlich quantifizierbar und von wesentlicher Bedeutung, wird der Analytiker die Bereinerungen berücksichtigen, indem er bei der Erstellung des verkürzten Strukturabschlusses das Zahlenmaterial korrigiert. Der verkürzte Strukturabschluss bildet die Grundlage der weiteren Analyse (vgl. Kap. II.1.2).

- Sind die Anpassungen nicht quantifizierbar und will der Analytiker bestimmte Anpassungsmaßnahmen dennoch Ihnen, dem Leser, bewusst machen, bietet sich eine verbale Diskussion an.

II.1.1.2 Messfehler und Verzerrungen

II.1.1.2.1 Systematisierung möglicher Ursachen

Die IFRS-Rechnungslegungsdaten könnten die Realität theoretisch aus folgenden Gründen ungenau oder verzerrt abbilden:

1. Zwingende IFRS-Vorschriften verhindern eine realitätsgetreue Abbildung: In einigen Fällen zwingen die geltenden IFRS-Regeln das Unternehmen dazu, die wirtschaftliche Realität verzerrt abzubilden. So werden beispielsweise Leasingverhältnisse beim Leasingnehmer entweder in voller Höhe (Finanzierungsleasing) oder gar nicht (Operating-Leasing) abgebildet. Ein anderes Beispiel: Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) werden zu einem hohen Anteil als Aufwand behandelt, obwohl sie wirtschaftlich den Charakter von Investitionen haben.
2. Unsicherheit: In einigen Bilanz- und GuV-Positionen schlägt sich die Unsicherheit der künftigen Entwicklung besonders stark nieder. Deshalb ist hier auf mögliche Verzerrungen zu achten. So sind stellenweise Schätzungen des Managements eines Unternehmens notwendig. Ein Beispiel ist die Bildung einer Rückstellung für künftige Garantieleistungen. Diese können lediglich auf der Grundlage von Vergangenheitswerten geschätzt werden und sind somit gegebenenfalls ungenau.
3. Bewusste (legale) bilanzpolitische Ermessensausübung: Schließlich können Bilanz und GuV verzerrt sein durch bewusste, bilanzpolitisch motivierte Ausübung von Wahlrechten und Ermessensspielräumen bei Ansatz und Bewertung. Möglicherweise waren im Analysezeitraum besondere bilanzpolitische Anreize gegeben. Ist das der Fall, sind Bilanz- und GuV-Positionen, die viel Spielraum für Bilanzpolitik lassen, speziell zu hinterfragen und kritisch zu analysieren.

Im Rahmen der Analyse wird versucht, solche regelbedingten Verzerrungen zu korrigieren. Dies ist jedoch nur sehr eingeschränkt möglich. Nachfolgend liegt der Fokus auf **bilanzpolitischen Aktivitäten**. Dazu werden zunächst mögliche Anreizmechanismen für bilanzpolitisches Verhalten des Managements betrachtet. Im Anschluss daran werden Auffälligkeiten dargestellt, die auf Bilanzpolitik hin-

deuten. Schließlich werden einige Freiheitsgrade vorgestellt, die bilanzpolitisch genutzt werden könnten.

II.1.1.2.2 Anreizmechanismen

Bestimmte Anreizmechanismen können die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass Bilanzpolitik betrieben wurde. Ist die Unternehmensleitung solchen bilanzpolitischen Anreizen ausgesetzt, ist bei der Lektüre und Analyse des Jahresabschlusses erhöhte Aufmerksamkeit geboten. Wohlgermerkt: Bilanzpolitik liegt auch in solchen Situationen nicht immer vor – und ist auch selten illegal. Jedoch muss sich der Analytiker bewusst sein, dass der Jahresabschluss möglicherweise kein realistisches Bild der Unternehmenssituation zeichnet, wenn bilanzpolitische Maßnahmen ergriffen wurden.

Die **Anreize für bilanzpolitische Maßnahmen** sind vielfältig. Sie lassen sich grob unterteilen in Kapitalmarktanreize, regulatorische Maßnahmen, vertragliche Anreize und Disziplinarmechanismen. Eine vollständige Aufzählung ist zwar kaum möglich; trotzdem versuchen wir im Folgenden, typische Sachverhalte zu skizzieren, die die Wahrscheinlichkeit von bilanzpolitischem Verhalten erhöhen können:

- **Kapitalmarktanreize:** Es besteht die Möglichkeit, dass das Management börsennotierter Unternehmen in besonderer Weise bemüht ist, Analystenvorhersagen zu erfüllen oder Investorenverhalten positiv zu beeinflussen. Fallen beispielsweise die Ergebniserwartungen am Kapitalmarkt sehr hoch aus, könnte das Management dazu geneigt sein, diese Erwartungen durch ergebniserhöhende bilanzpolitische Maßnahmen zu erfüllen. Dieser Anreiz ist dann besonders hoch, wenn die Unternehmensleitung ein eigenes Interesse an der Höhe des Aktienkurses hat, etwa aufgrund von eigenem Anteils- oder Optionsbesitz. Auch eine geplante Unternehmensübernahme kann zu diversen bilanzpolitischen (Abwehr-)Maßnahmen führen.
- **Regulatorische Maßnahmen** können gleichermaßen zu bilanzpolitischem Verhalten führen. So können beispielsweise regulatorische Mindestkapitalvorschriften das Management einer Bank dazu bewegen, Ermessensspielräume oder Wahlrechte so auszuüben, dass diese eine eigenkapitalerhöhende Wirkung entfalten. Ähnliches gilt auch in anderen Branchen, in denen Regulierung an den Zahlen des Jahresabschlusses anknüpft, beispielsweise in der Energiewirtschaft.
- **Vertragliche Anreize:** Häufig ist eine variable Managementvergütung, die sich an Rechnungslegungsdaten orientiert, Auslöser für bilanzpolitisches Verhalten.

Ist beispielsweise die Vergütung des Managements an die Höhe des Gewinns geknüpft, besteht ein Anreiz, den Gewinn möglichst hoch auszuweisen. Auch Kreditklauseln (sogenannte Debt Covenants), die auf Rechnungslegungsdaten basieren, können Anreize für bilanzpolitisches Verhalten geben. So schreiben viele Gläubiger in ihren Kreditverträgen restriktive Mindest- oder Höchstwerte für bestimmte Kennzahlen bzw. Rechnungslegungsgrößen vor. Weichen die Istwerte zu stark von den vorgegebenen Schwellenwerten ab, können sich daraus Konsequenzen wie eine vorzeitige Rückzahlungspflicht oder erhöhte Zinsen ergeben.

- Disziplinarmechanismen können ebenso die bilanzpolitische Aktivität beeinflussen. Der bestellte Wirtschaftsprüfer kann bereits ein erster Hinweis sein. So wird gewöhnlich davon ausgegangen, dass ein größeres Wirtschaftsprüfungunternehmen über ein umfassenderes Netzwerk und gegebenenfalls über mehr Expertise verfügt. Als große Wirtschaftsprüfungunternehmen werden in der Regel die sogenannten Big Four⁸ gehandelt. Darüber hinaus sind weitere Kontrollmechanismen relevant: beispielsweise eine Kontrolle durch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR)⁹. Diese Kontrolle wird jedoch nur teilweise systematisch bilanzpolitische Maßnahmen aufdecken können, denn: Sie überprüft die sachgemäße Anwendung der Rechnungslegungsstandards und nicht etwa die (legitime!) Wahrechtsausübung innerhalb dieser Standards. Zudem kann auch die Aufmerksamkeit, die einem Unternehmen in der Öffentlichkeit zukommt, für dessen bilanzpolitische Aktivität relevant sein. So wird es für das Unternehmen zunehmend schwieriger, bilanzpolitische Maßnahmen zu ergreifen, wenn es unter starker Beobachtung durch Gewerkschaften, Analysten oder die Presse steht.

II.1.1.2.3 Auffälligkeiten (Red Flags)

Wie lässt sich aber nun bilanzpolitisches Verhalten konkret aufspüren? Die Antwort lautet: Nur schwer und nur sehr bedingt. Dennoch können im Einzelfall neben den Anreizmechanismen, die auf die Wahrscheinlichkeit bilanzpolitischer Aktivitäten hindeuten, bestimmte Auffälligkeiten bestehen, die konkret auf bilanzpolitische Aktivitäten hinweisen. Der im Lesen von Jahresabschlüssen routinierte Bilanzanalytiker achtet im Rahmen der Datenaufbereitung systematisch auf derartige „Red Flags“:

8 Deloitte, Ernst & Young, PricewaterhouseCoopers (PwC) und KPMG

9 Die Aufgabe der DPR besteht in der Überwachung kapitalmarktorientierter Unternehmen.

- Einen ersten Hinweis bietet immer das **Wirtschaftsprüfertestat**. Einschränkungen im Testat weisen auf eine unsachgemäße Anwendung der Rechnungslegungsvorschriften hin.
- Ein Wechsel des Wirtschaftsprüfers kann ebenso ein Signal sein. Der bisherige Wirtschaftsprüfer könnte ausgetauscht worden sein, weil er kein uneingeschränktes Testat erteilen wollte bzw. potenziell bilanzpolitische Aktivitäten verhindert hätte. Auch ein Rollieren des Prüfungsleiters fällt unter diese Kategorie.
- Des Weiteren können bestimmte Relationen innerhalb des Jahresabschlusses auffällig sein, zum Beispiel zwischen bestimmten Bilanz- und GuV-Positionen. Diese entwickeln sich in der Regel in einem festen Verhältnis zueinander. Ein Beispiel sind die operativen Zahlungsströme (Cashflows) und der Jahresüberschuss. Entwickelt sich beispielsweise der Jahresüberschuss stark überproportional zu den operativen Zahlungsströmen, könnte das auf ergebniserhöhende bilanzpolitische Maßnahmen hinweisen. Dies ist etwa der Fall, wenn ein Unternehmen bewusst vermehrt Waren auf Ziel verkauft. Dadurch erhöhen sich zwar die Umsatzerlöse und die Forderungen; der Bestand an liquiden Mitteln verändert sich allerdings nicht. Indes steigt das Risiko von Kreditausfällen. Außerdem droht im Falle unzureichender Zahlungsmittel eine Insolvenz des Unternehmens durch Illiquidität.
- Weitere Auffälligkeiten treten mitunter rund um den Abschlussstichtag auf. Beispielsweise können Unternehmen bewusst Transaktionen, die Aufwendungen oder Erträge generieren, auf einen Zeitraum kurz vor oder nach dem Abschlussstichtag verschieben, um sie auf nachfolgende oder aktuelle Perioden zu übertragen. Dringende Instandhaltungsarbeiten an Maschinen etwa können auf den Anfang nachfolgender Perioden gelegt werden, statt sie zum Ende eines Geschäftsjahres auszuführen. Durch solches „Window Dressing“ lässt sich der Jahresabschluss noch kurz vor „Toresschluss“ ein wenig frisieren. Unternehmen, die das nötig haben, stecken möglicherweise in Schwierigkeiten.

II.1.1.2.4 Bilanzpolitisch nutzbare Freiheitsgrade

Bilanzpolitisch nutzbare Freiheitsgrade können in verschiedenen Formen auftreten: in gesetzlich vorgesehenen Wahlrechten, in sachverhaltsgestaltenden Maßnahmen und Ermessensspielräumen. Für viele dieser Maßnahmen lässt sich keine eindeutige und immer gleiche Richtung des dadurch entstehenden Effekts auf die Rechenwerke voraussagen. Im Folgenden werden die besagten Wahlrechte, sachverhaltsgestaltenden Maßnahmen und Ermessensspielräume kurz erläutert:

- Ansatz-, Bewertungs- und Ausweishwahlrechte: Hierbei handelt es sich um in den Rechnungslegungsstandards enthaltene Wahlrechte zu Ansatz, Bewertung und Ausweis bestimmter Sachverhalte. Häufig stellen sie Bewertungswahlrechte dar hinsichtlich der Frage: In welcher Höhe kann ein Posten in der Bilanz angesetzt werden? Beispielsweise können Sachanlagen und manche immateriellen Vermögenswerte gemäß IFRS-Vorschriften IAS 16 und IAS 38 mit den Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten (AHK) in der Bilanz angesetzt und anschließend (meist linear) über ihre Nutzungsdauer abgeschrieben werden. (Diese Bilanzierung zu „fortgeführten AHK“ ist im deutschen Handelsrecht die allein erlaubte Vorgehensweise für diese langfristigen Vermögensgegenstände.) Möglich ist nach IFRS jedoch auch eine Bewertung zum Fair Value, das heißt eine Bewertung nahe dem Marktwert (vgl. Kap. I.1.4). Abhängig von der Entwicklung der Marktpreise und der Wahlrechtsausübung werden die Buchwerte der betreffenden Vermögenswerte damit entweder höher oder niedriger ausgewiesen. Hierdurch kann das Eigenkapital des Unternehmens entsprechend erhöht oder gesenkt werden. Dies wirkt sich entsprechend auf bilanzanalytische Kennzahlen wie etwa die Eigenkapitalrendite aus (vgl. Kap. II.2.2.3.2).

Ein Blick in den Anhang des Jahresabschlusses zeigt dem geübten Analytiker, wie die wesentlichen Ansatz-, Bewertungs- und Ausweishwahlrechte ausgeübt wurden.

- Ermessensspielräume: Bilanzpolitik läuft jedoch in vielen Fällen deutlich subtiler ab. Alle Rechnungslegungssysteme beinhalten zwangsläufig – auch abseits offener Wahlrechte – bestimmte Regeln, die dem Management erhebliche Ermessensspielräume bieten und bilanzpolitisch genutzt werden können. Beispielsweise können Schätzungen systematisch verzerrt ausfallen: etwa bezüglich der Sicherheit von Kundenforderungen oder der voraussichtlichen Nutzungsdauer von Sachanlagen. Konkret könnte es sich zum Beispiel um die Bestimmung eines Fair Value durch ein Bewertungsverfahren handeln. Das Management könnte den Wert eines zum Fair Value bewerteten Vermögenswertes systematisch zu hoch einschätzen. Die Buchwerte der entsprechenden Vermögenswerte würden dann zu hoch ausgewiesen, was den Jahresüberschuss und das Eigenkapital entsprechend erhöhen würde.
- Sachverhaltsgestaltende Maßnahmen: Im Rahmen sachverhaltsgestaltender Bilanzpolitik geht es nicht mehr nur darum, die Unternehmenstätigkeit im

Jahresabschluss abzubilden. Vielmehr werden hier Transaktionen oder Sachverhalte so strukturiert, dass bestimmte Rechnungslegungsziele erreicht werden, etwa ein bestimmter Bilanzausweis oder GuV-Effekt. Beispielsweise kann ein geleaster Vermögenswert (und die entsprechende Leasingverbindlichkeit) in Abhängigkeit von der Ausgestaltung des Leasingvertrags in der Bilanz des Leasingnehmers entweder aktivierungspflichtig sein oder nicht. Entsprechend erhöhen oder vermindern sich die Bilanzsumme und wesentliche Rendite-, Kapital- oder Vermögensstrukturkennzahlen wie etwa die Sachanlagenintensität oder die Gesamtkapitalrendite (vgl. Kap. II.2.2.3.1).

II.1.1.3 Strukturbrüche

Im Rahmen der Bilanzanalyse ist der Analytiker bestrebt, sich ein Bild von der nachhaltigen Ertragskraft und finanziellen Stabilität des Unternehmens zu machen. Hierzu muss er besonderes Augenmerk darauf richten, Sachverhalte, die voraussichtlich nicht wiederkehrenden Charakter haben, herauszufiltern und möglicherweise bilanzanalytisch zu korrigieren. Folgende Sachverhalte seien beispielhaft genannt:

- Änderungen des Konsolidierungskreises: Der sogenannte Konsolidierungskreis umfasst alle in den Konzernabschluss einzubeziehenden Unternehmen, die unter der Beherrschung des Konzernmutterunternehmens stehen. Der Konsolidierungskreis eines Unternehmens kann sich durch Zu- und Abgänge von Gesellschaften verändern. Die Einbeziehung neuer Gesellschaften (Erstkonsolidierung) bzw. erstmalige Nicht-Einbeziehung verkaufter Gesellschaften (Entkonsolidierung) führt zu Veränderungen im Konzernabschluss.

Vor einigen Jahren brachte der Bayer-Konzern sein Chemiesegment unter dem Namen „Lanxess“ als eigenständige Gesellschaft an die Börse. Der Bilanzanalytiker kann daraus schließen, dass der Bayer-Konzernabschluss in den Folgejahren um die Vermögenswerte, Schulden, Erträge, Aufwendungen und Cashflows der Chemiesparte reduziert sein wird.

- Andere Einmaleffekte: Einmaleffekte sind Geschäftsvorfälle, die nicht regelmäßig oder dauerhaft, sondern nur einmalig vorkommen. Zumeist handelt es sich dabei um außerordentliche Vorfälle, wie zum Beispiel außerordentliche Abschreibungen auf Sachanlagen, Finanzanlagen, Geschäfts- oder Firmenwerte oder andere immaterielle Vermögenswerte. Aber auch signifikante Verkäufe

von (gegebenenfalls betriebsnotwendigen) Vermögenswerten über oder unter deren Buchwert stellen solche Einmaleffekte dar. Letztere können sich auch durch die Anwendung neuer Rechnungslegungsstandards auf die Darstellung im Konzernabschluss auswirken. In der Bilanzanalyse sollten diese Effekte besonders berücksichtigt werden. Andernfalls können sie nachhaltige Ertragskraft und finanzielle Stabilität des Unternehmens in einem Maße vortäuschen, wie sie tatsächlich nicht bestehen.

Zurzeit wird international beispielsweise eine grundlegende Änderung in den Bilanzierungsvorschriften für Leasingverhältnisse intensiv diskutiert. Leasingverhältnisse hätten nach den Reformvorschlägen künftig einen völlig anderen Effekt auf den Jahresabschluss als bisher. Treten diese Vorschläge tatsächlich in Kraft, ändert sich folglich das Bild der betroffenen Unternehmen von einem Jahr zum nächsten möglicherweise dramatisch – ohne dass sich ökonomisch irgendetwas an der Unternehmenssituation geändert hätte.

II.1.1.4 Sonstige Anpassungen

Im Rahmen der sonstigen Anpassungen werden bestimmte Sachverhalte gegebenenfalls abweichend von ihrer (gesetzlich oder durch die IFRS) vorgeschriebenen Behandlung im Jahresabschluss bilanzanalytisch „uminterpretiert“. Der Analytiker weiß um derartige Sachverhalte und wird sie in seiner Bilanzanalyse entsprechend berücksichtigen und transparent machen. Daher seien an dieser Stelle nur wenige Beispiele genannt:

- **Vorzugsaktien** sind mit besonderen Vorrechten gegenüber Stammaktien ausgestattet. Der Vorzug bezieht sich zumeist auf die Höhe der Dividende. Er ist allerdings mit dem Nachteil verbunden, dass Vorzugsaktionäre kein Stimmrecht besitzen. Rechtlich sind Vorzugsaktien dem Eigenkapital zuzuordnen. Aus Sicht der Stammaktionäre haben Vorzugsaktien jedoch den Charakter von Fremdkapital, da die Ansprüche der Vorzugsaktionäre vor denen der Stammaktionäre erfüllt werden. Folglich sind aus Sicht der Stammaktionäre Dividenden auf Vorzugsaktien als Zinsaufwand zu behandeln. Die Stellung zwischen Eigen- und Fremdkapital erschwert eine eindeutige Klassifizierung. In Bilanzanalysen werden die Vorzugsaktien meist als Bestandteil des Eigenkapitals behandelt.
- Auch **Pensionsrückstellungen** werden häufig bilanzanalytisch korrigiert. Sie repräsentieren die Zusage des Unternehmens, seinen aktuellen und zukünftigen Beschäftigten, soweit diese pensionsanspruchsberechtigt sind, nach

Renteneintritt eine Pension zu zahlen. Aus Sicht des Unternehmens liegt hierin eine finanzielle Verpflichtung, die nach Höhe und Zeitpunkt des Eintritts noch unsicher ist – also eine Rückstellung und damit Fremdkapital (vgl. Kap. I.1.2.2.3). Ökonomisch jedoch können Pensionsrückstellungen als langfristige Darlehen der Belegschaft an das Unternehmen interpretiert werden. Da sie zeitlich fast unbefristet zur Verfügung stehen, werden sie bilanzanalytisch häufig als „eigenkapitalähnlich“ behandelt oder dem Eigen- und Fremdkapital anteilig zugerechnet.

- Ein weiteres Beispiel sind in einem Konzernabschluss die sogenannten **Minderheiten**. Beispielsweise beherrscht die Volkswagen AG die schwedische Scania AB. Letztere ist folglich Teil des Volkswagen-Konzerns und wird daher im Volkswagen-Konzernabschluss vollständig (das heißt mit allen Vermögenswerten, Schulden, Erträgen, Aufwendungen und Cashflows) eingegliedert. Jedoch hält die Volkswagen AG weniger als 100 Prozent der Anteile an Scania. Die Gesellschafter, die den (nicht beherrschenden) Rest an Scania halten, werden aus Sicht der Aktionäre der Volkswagen AG als Minderheitsgesellschafter bezeichnet. Obwohl diese Minderheitenanteile als Teil des Konzerneigenkapitals ausgewiesen werden, lässt es sich rechtfertigen, sie – erneut aus Sicht der Aktionäre der Volkswagen AG – als Fremdkapital zu behandeln.

II.1.2 Verkürzter Strukturabschluss

Jahres- und Konzernabschlüsse sind in der Praxis sehr heterogen, das heißt unterschiedlich aufgebaut und verschieden tief untergliedert. Dies gilt besonders für IFRS-Abschlüsse, für die keine detaillierten Gliederungsvorschriften existieren – anders als für deutsche HGB-Abschlüsse. Zur besseren Nachvollziehbarkeit bietet es sich an, die Bilanzanalyse auf einen verkürzten Strukturabschluss zu stützen.

Zu diesem Zweck werden ökonomisch verwandte Positionen der Bilanz und -GuV zunächst zu einer vereinfachten Bilanz und GuV zusammengefasst, um das vorliegende Zahlenmaterial für die Analyse zu vereinfachen und bis zu einem gewissen Grad unternehmensübergreifend zu standardisieren. Der Analytiker ist sich bewusst, dass wegen dieser vereinfachenden Verkürzung des Abschlusses das letztlich analysierte Zahlenmaterial von dem des „offiziellen“ Jahresabschlusses (der dem Leser gegebenenfalls besonders vertraut ist) hinsichtlich des Aggregationsniveaus abweicht. Daher dokumentiert der Analytiker die Vereinfachungsschritte transparent.

Anschließend wird der sogenannte **Strukturabschluss** erstellt. Dazu werden alle Positionen der verkürzten Bilanz in Prozent der Bilanzsumme standar-

disiert, um eine sogenannte Strukturbilanz zu erhalten. Gleiches geschieht mit der verkürzten GuV; hier erfolgt die Standardisierung aller Positionen in Prozent der Umsatzerlöse. Der Strukturabschluss bietet auf den ersten Blick eine Reihe interessanter Informationen. Im Rahmen einer Fünfjahresübersicht erhalten Sie somit einen schnellen ersten Eindruck über wesentliche Trends, Strukturen und Relationen.

II.2 Kennzahlenanalyse

Die Kennzahlenanalyse bildet den eigentlichen Kern der Bilanzanalyse. Hier erfolgt die Verdichtung des Zahlenmaterials zu bestimmten aussagekräftigen Kenngrößen, die in der Regel den Charakter von Verhältniszahlen haben.

Die Zielsetzung der Kennzahlenanalyse besteht darin, folgende Fragen zu beantworten: Wie gut ist es der Unternehmensleitung im abgelaufenen Jahr im Vergleich zu den Vorjahren gelungen, ihre Ziele zu erreichen? Und: Welche Risiken bedrohen die künftige Zielerreichung? Dabei ist von zwei wesentlichen Unternehmenszielen auszugehen (vgl. Kap. I.2): Erstens soll Einkommen für die Unternehmensbeteiligten (Investoren, Arbeitnehmer, Gläubiger etc.) erzielt werden. Zweitens soll die Quelle dieses Einkommens nachhaltig gesichert werden. Bedroht wird sie durch zwei Insolvenzgründe: die Zahlungsunfähigkeit (Illiquidität) und die Überschuldung. Die Kennzahlenanalyse betrachtet demnach vor allem die Rentabilität und die finanzielle Stabilität des Unternehmens.

Nachfolgend werden zunächst einige allgemeine Grundlagen der Kennzahlenanalyse dargestellt. Anschließend erfolgt eine Diskussion der einzelnen Bestandteile.

II.2.1 Grundlagen

II.2.1.1 Konventionen bei der Kennzahlenermittlung

Zunächst sollen einige gebräuchliche Vorgehensweisen bei der Bildung von Kennzahlen allgemein erläutert werden:

- Durchschnittsbildung: Kennzahlen sind häufig Verhältniszahlen. Vielfach werden beispielsweise Größen aus der Gewinn- und Verlustrechnung (im Zähler des Bruches) in Relation gesetzt zu Größen aus der Bilanz (im Nenner). Dabei ist zu beachten, dass die in der Bilanz angegebenen Posten mit ihren Werten zum Periodenbeginn bzw. Periodenende angegeben werden. Demnach handelt

es sich dabei jeweils um eine *Zeitpunkt Betrachtung*. Die in der GuV enthaltenen Posten werden hingegen über die gesamte Geschäftsperiode ermittelt. Die in der GuV angegebenen Werte ergeben sich somit aus einer *Zeitraumbetrachtung*, die die gesamte vergangene Geschäftsperiode umfasst. Dies kann zu Inkonsistenzen führen, wenn Größen aus der GuV mit Größen aus der Bilanz in Relation gesetzt werden sollen.

Ein Unternehmen hat am 1.1.2010 eine Bilanzsumme von 100. Am Ende des Geschäftsjahres, zum 31.12.2010, hat das Unternehmen seine Bilanzsumme auf 1.000 erhöht, beispielsweise durch eine Kapitalerhöhung. Nehmen wir an, das Unternehmen hat im Geschäftsjahr 2010 einen Gewinn von 50 erwirtschaftet. Nun soll eine Rendite – der Gewinn als prozentuale „Verzinsung“ des Gesamtkapitals – ermittelt werden. Wird nun das Gesamtkapital zum 1.1.2010 betrachtet, ergibt sich eine Verzinsung von $50/100 = 50\%$. Wird hingegen das Gesamtkapital am Ende des Geschäftsjahres herangezogen, ergibt sich eine Verzinsung von $50/1000 = 5\%$. Beide Berechnungen berücksichtigen nicht die Veränderung des Gesamtkapitals während des Geschäftsjahres und sind deshalb fehlerhaft. Würde die Kapitalerhöhung beispielsweise nach 6 Monaten, nach Ablauf der Hälfte des Geschäftsjahres, durchgeführt, wäre die korrekt ermittelte Verzinsung die folgende:

$$6/12 * 50/100 + 6/12 * 50/1.000 = 27,5 \%$$

Wäre die Kapitalerhöhung zu einem anderen Zeitpunkt durchgeführt worden, müsste die mit einem bestimmten Kapitalbestand erzielte Rendite entsprechend gewichtet in die Berechnung einfließen. Bei der Kennzahlenberechnung sind häufig jedoch ausschließlich die Werte der Bilanzposten zu Periodenbeginn und Periodenende bekannt und nicht der exakte Zeitpunkt, zu dem sich die Bilanzposten verändert haben. Aufgrund dieser mangelnden Informationen werden aus der Bilanz vereinfachend Durchschnittswerte aus den Angaben zum Periodenbeginn und Periodenende ermittelt, die dann für die Berechnung der Kennzahlen mit den Größen aus der GuV verwendet werden.

- **Minderheitenanteile:** Häufig werden in einer Konzernbilanz bzw. Konzern-GuV Anteile von Minderheiten an Eigenkapital bzw. Konzernergebnis ausgewiesen (vgl. Kap. II.1.1.4). Die Minderheitenanteile in der GuV stellen Ansprüche von anderen Anteilseignern der Tochterunternehmen auf das aus-

gewiesene Ergebnis des Gesamtkonzerns dar. Minderheitenanteile werden in der konsolidierten Konzernbilanz und GuV dann ausgewiesen, wenn die Konzernmutter nicht 100 Prozent der Anteile an jedem ihrer Tochterunternehmen hält. Um die Konsistenz in der Berechnung der Kennzahlen zu bewahren, müssen Ansprüche von Minderheiten am Konzernjahresüberschuss in die Berechnung einbezogen werden, wenn die Minderheitenanteile auch im Eigenkapital berücksichtigt wurden. Es wäre demnach nicht korrekt, einen um Minderheitenanteile bereinigten Jahresüberschuss und gleichzeitig Eigenkapital mit Minderheitenanteilen in eine Kennzahlenberechnung einzubeziehen.

II.2.1.2 Steigerung der Aussagekraft durch Vergleiche

Die Aussagekraft der Kennzahlenanalyse ist beschränkt, wenn einzelne Kennzahlen isoliert betrachtet werden. Die Aussagekraft lässt sich jedoch deutlich steigern, indem **Vergleiche** herangezogen werden. Dadurch gewinnt der Analytiker einen Eindruck davon, wie „gut“ (oder „schlecht“) die Ausprägung einer Kennzahl ausgefallen ist. Folgende Vergleichsmaßstäbe kommen in Frage: Zeitvergleich, Betriebsvergleich und Soll-Ist Vergleich:

- **Zeitvergleich:** Die berechneten Kennzahlen werden Werten derselben Kennzahl aus der Vergangenheit gegenübergestellt. Dabei sollen Veränderungen und ihre Gründe im Zeitablauf analysiert werden, um Trends erkennen und künftige Entwicklungen abschätzen zu können. Zudem können durch die Betrachtung eines längeren Zeitraums außerordentliche und/oder einmalige Ereignisse gut identifiziert werden. Ein weiterer Vorteil des Zeitvergleichs besteht darin, dass sich etwaige bilanzpolitische Verzerrungen meist im Zeitablauf ausgleichen. Zu beachten ist beim Zeitvergleich, dass die Berechnung der Kennzahlen aufgrund einer besseren Vergleichbarkeit im Zeitablauf konstant bleiben sollte. Außerdem sollten die zu vergleichenden Abschlüsse auf den gleichen gesetzlichen Vorschriften basieren.
- **Wettbewerbsvergleich:** Die berechneten Kennzahlen werden Werten geeigneter Wettbewerber oder auch dem Durchschnitt der gesamten Branche gegenübergestellt, um die Stärken und Schwächen des Unternehmens gegen die Konkurrenz „benchmarken“, das heißt mit Wettbewerbern vergleichen zu können. Als problematisch erweist es sich hierbei, ein Unternehmen zu finden, das als Vergleichsmaßstab verwendet werden kann. Denn auch innerhalb einer Branche können gravierende Unterschiede bestehen (vgl. Kap. I.2 und II.3).
- **Soll-Ist-Vergleich:** Innerhalb des Unternehmens können für einzelne Kennzahlen Zielwerte (Soll- oder Planzahlen) festgelegt werden. Diesen Werten

werden die Ist-Werte gegenübergestellt, um etwaige Abweichungen frühzeitig zu erkennen und ihnen entgegenwirken zu können. Problematisch ist allerdings das Festlegen solcher Zielwerte. Oftmals werden Branchendurchschnitte oder – falls vorhanden – Best-Practice-Zielwerte verwendet. Daneben gibt es normative Sollwerte, die als Maßstab dienen können, wie zum Beispiel die „goldene Bilanzregel“.

II.2.1.3 Bestandteile der Kennzahlenanalyse

Im Einzelnen werden folgende Analysen angestellt und in den nachfolgenden Kapiteln ausführlich beschrieben:

- Die **Rentabilitätsanalyse** konzentriert sich auf das erste Ziel, die Einkommenserzielung: Wie profitabel bzw. rentabel hat die Unternehmensleitung gewirtschaftet? Welche Einflussfaktoren haben die erzielte Rendite geprägt? Wie nachhaltig erscheint diese? (Vgl. Kap. II.2.2).
- Die **Liquiditätsanalyse** konzentriert sich im Sinne des zweiten Ziels auf die Frage: Läuft das Unternehmen Gefahr, aufgrund von Zahlungsunfähigkeit kurzfristig zu scheitern? (Vgl. Kap. II.2.3).
- Die **Kapitalstrukturanalyse** ergänzt diese Betrachtung im Hinblick auf das eher mittel- bis langfristige Risiko einer Insolvenz aufgrund von Überschuldung (vgl. Kap. II.2.4).
- Im Rahmen der **Vermögensstrukturanalyse** wird die Zusammensetzung der Aktivseite der Bilanz untersucht, um Rückschlüsse auf die Sicherheit der Investitionen zu ziehen sowie künftige Investitionsbedarfe abzuschätzen (vgl. Kap. II.2.5).
- Die **Analyse von Personal und Produktivität** widmet sich insbesondere den Belangen der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Sie beschäftigt sich im Wesentlichen mit den Fragen: Welchen Stellenwert hat die Belegschaft im Unternehmen? Welcher Anteil an der gesamten Wertschöpfung kommt ihr zu? (Vgl. Kap. II.2.6)
- In Ergänzung dieser Kernbestandteile kann die Kennzahlenanalyse um **zusätzliche Analysen** erweitert werden: beispielsweise um kapitalmarktorientierte Kennzahlen, die den Aktienkurs des Unternehmens in die Betrachtung einbeziehen; um eine detaillierte Wertschöpfungsrechnung oder um einen Überblick über die Beurteilung des Unternehmens durch Ratingagenturen (vgl. Kap. II.2.7).

II.2.2 Rentabilitätsanalyse

Im Rahmen der Rentabilitätsanalyse wird die **Profitabilität** des Unternehmens betrachtet. Der Fokus liegt hierbei auf der Gewinn- und Verlustrechnung, deren Zusammensetzung im Einzelnen analysiert wird. Zudem werden Größen der GuV mit denen der Bilanz in Beziehung gesetzt. Die Rentabilitätsanalyse umfasst folgende Bestandteile: die Betrachtung von Umsatz, Absatz und Marktanteilen; eine Margenanalyse der GuV sowie wesentliche Renditekennzahlen. Eine Werttreiberanalyse geht den Einflussfaktoren der Rentabilität auf den Grund.

II.2.2.1 Umsatz, Absatz und Marktanteile

Im Rahmen der Umsatzanalyse wird genauer analysiert: In welcher Höhe und in welchen Geschäftsbereichen, Märkten und Regionen wurden **Umsatzerlöse** generiert? Umsatzerlöse haben ein Preis- und ein Mengengerüst und werden zudem, soweit sie im Ausland erwirtschaftet werden, von Währungskursschwankungen beeinflusst. Die Umsatzanalyse versucht, diese Treiber soweit möglich zu separieren. In diesem Zusammenhang werden auch die Absatzzahlen und -märkte sowie die Marktanteile des Unternehmens genauer beleuchtet.

II.2.2.2 Margenanalyse

Im Rahmen der Margenanalyse werden Margen oder **Umsatzrenditen** berechnet. Dabei werden verschiedene Ergebnisgrößen bzw. Zwischensummen der GuV wie Bruttoergebnis, EBITDA¹⁰, EBIT, EBT und Gewinn/Verlust ins Verhältnis zum Umsatz gesetzt (vgl. Kap. I.1.2.3). Eine solche Marge zeigt, wie viele Cents von einem Euro Umsatz bis zur jeweils betrachteten Ergebnisebene „durchsickern“:

$$\text{Marge} = \frac{\text{Ergebnis}}{\text{Umsatzerlöse}}$$

Wichtige Margen sind dabei die Bruttomarge, die EBITDA-Marge, die EBIT-Marge, die EBT-Marge sowie die Umsatzrendite nach Steuern.

10 Unter EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) versteht man ein Betriebsergebnis (EBIT) vor Abzug von Abschreibungen auf Sachanlagen (engl. *depreciation* und immaterielle Vermögenswerte (engl. *amortization*). Es drückt das Betriebsergebnis unter Ausblendung wesentlicher Cashflow-unwirksamer Aufwendungen aus und stellt damit eine grobe Annäherung an der operativen Cashflow dar.

Erwirtschaftet ein Unternehmen einen Gewinn von 80 in Relation zu einem Umsatz von 600, so spricht man von einer Umsatzrendite (oder Nettomarge) in Höhe von $80/600 = 13,3\%$. An jedem Euro Umsatz verdient das Unternehmen demnach rund 13,3 Cent. Mithilfe von Margen lässt sich ein erster Eindruck von der Ertragskraft im Zeit- und Wettbewerbsvergleich gewinnen.

II.2.2.3 Renditen

Investoren erwarten von „ihrem“ Unternehmen eine angemessene Rendite auf ihr eingesetztes Kapital. Eine Rendite stellt nichts anderes dar als die **Verzinsung** des investierten Vermögens. Im Englischen ist der Begriff „return“ geläufig: Wie hoch ist mein Rückfluss aus der Investition (in Gestalt des mir zustehenden Ergebnisses) im Verhältnis zu meinem eingesetzten Vermögen? Damit hat jede Renditekennzahl folgende allgemeine Form:

$$\text{Rendite} = \frac{\text{Ergebnis}}{\text{Eingesetztes Vermögen bzw. Kapital}}$$

Sie investieren am 1.1. den Betrag von 200 € in ein Sparbuch. Am 31.12. werden Ihnen 2,64 € an Zinsen gutgeschrieben. Ihre Rendite auf das anfangs eingesetzte Vermögen beträgt demnach $2,64/200,00 = 1,32\%$.

Die Renditekennzahlen können aus zwei Perspektiven berechnet werden: aus der Perspektive aller Kapitalgeber und aus der Perspektive der Eigenkapitalgeber.

- Ausgehend von der Sichtweise aller Kapitalgeber wird zur Messung der Rentabilität die Rendite auf das gesamte Kapital eines Unternehmens ermittelt: die Gesamtkapitalrendite.
- Wird die Profitabilität eines Unternehmens aus Sicht der Eigenkapitalgeber ermittelt, erfolgt eine Trennung der Finanzierungsformen eines Unternehmens. Man bestimmt die Rendite, die ein Unternehmen auf die Einlagen seiner Eigenkapitalgeber erwirtschaftet.
- Der Unterschied zwischen diesen Betrachtungsweisen: Mit der Gesamtkapitalrendite wird die erwirtschaftete Rendite auf die Vermögenswerte des Unternehmens insgesamt ermittelt; mit der Eigenkapitalrendite der Renditeanteil, der auf die Einlagen der Eigenkapitalgeber entfällt. Letztere ermittelt somit

den Rest (das „Residuum“) für die Eigenkapitalgeber nach Berücksichtigung des Anteils, der auf die Fremdkapitalgeber entfällt.

Renditekennzahlen existieren in einer fast unüberschaubaren Vielzahl von Varianten (mehr dazu siehe Folgekapitel): zum Beispiel die Operative Rendite, Return On Assets (ROA), Return On Equity (ROE), Return On Investment (ROI), Return On Capital Employed (ROCE), Return On Net Assets (RONA), Economic Value Added (EVA) – um nur einige zu nennen. Sie stellen ausnahmslos Spielarten der soeben vorgestellten Grundformen dar und sind grundsätzlich entweder Eigen- oder Gesamtkapitalrenditen bzw. aus diesen abgeleitet.

II.2.2.3.1 Gesamtkapitalrendite

Die **Gesamtkapitalrendite** (Return on Assets, ROA) gibt Aufschluss über die Fähigkeit eines Unternehmens, auf die eingesetzten Mittel der Kapitalgeber eine „Verzinsung“ zu erwirtschaften. Die Gesamtkapitalrendite (GKR) tut das aus der Perspektive aller Kapitalgebergruppen, deren Ansprüche auf der Passivseite der Bilanz verzeichnet sind. Sie zeigt damit die operative Ertragskraft vollkommen unabhängig von der Art der Finanzierung. Die Berechnung der Kennzahl erfolgt durch Division des operativen Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT) und durchschnittlichem¹¹ Gesamtkapital bzw. Gesamtvermögen (Bilanzsumme). Sie stellt damit eine Vorsteuerrendite dar.¹²

$$\frac{\text{Operatives Ergebnis (EBIT)}}{\text{Ø Bilanzsumme (= Ø Gesamtvermögen bzw. Ø Gesamtkapital)}}$$

Die GKR wird in der Praxis in zahlreichen Varianten verwendet, die in Gestalt zahlreicher Abkürzungen in der Fachwelt „umhergeistern“. Je nach Perspektive der Bilanz kann die GKR unterschiedlich interpretiert werden: als Gesamtvermögensrendite (= Rückfluss, der durch das investierte Vermögen erwirtschaftet wurde; Argument der Aktivseite) oder als Gesamtkapitalrendite (= Verzinsung

11 Der Durchschnitt der Gesamtvermögenswerte wird vereinfachend verwendet, um unterjährige Veränderungen der Bilanzsumme zu berücksichtigen. Besser wäre es, die exakten Zeitpunkte der Vermögensveränderungen zu berücksichtigen. Die sind jedoch selten bekannt, weshalb auf Durchschnitte, ermittelt aus dem Anfangs- und Endbestand der Bilanzsumme, zurückgegriffen wird, um den Kapitaleinsatz über die Geschäftsperiode zu bestimmen (vgl. Kap. II.2.1.1).

12 In einer Nachsteuervariante wird im Zähler statt dem EBIT das adjustierte operative Nachsteuerergebnis (Net Operating Profit after Taxes, NOPAT) verwendet. Das NOPAT ermittelt sich durch Abzug einer (fiktiven) Effektivsteuerbelastung vom EBIT.

des investierten Kapitals; Argument der Passivseite). Dies verdeutlichen auch die gebräuchliche englischsprachige Bezeichnung Return on Assets (ROA, Aktivseite) sowie ihre Varianten Return on Net Assets (RONA, Aktivseite), Return on Capital Employed (ROCE, Passivseite) oder Return on Invested Capital (ROIC, Passivseite). Fast scheint es, als habe jedes Beratungsunternehmen seine eigene Marke, die sich von den Konkurrenzprodukten mitunter nur unwesentlich unterscheidet. Allen gemein ist der Versuch, die operative Ertragskraft möglichst sauber und von Finanzierungseffekten unabhängig abzubilden. Die verwirrende Begriffsvielfalt erschwert jedoch die Interpretation dieser Kennzahl in der Praxis erheblich.

Die Gesamtkapitalrendite ist insbesondere bei einem unternehmensübergreifenden Vergleich vorsichtig zu interpretieren. So weisen Unternehmen, die in besonders kapitalintensiven Geschäftsbereichen operieren, in der Regel eine niedrigere Gesamtkapitalrendite aus als Unternehmen, deren Geschäftsbereich weniger Kapitaleinsatz erfordert.

Es wäre beispielsweise wenig aufschlussreich, die Gesamtkapitalrendite einer Unternehmensberatung, deren Kapitaleinsatz sich maximal auf ein Bürogebäude beläuft, zu vergleichen mit einem produzierenden und demnach aufgrund der Produktionsanlagen sehr kapitalintensiven Unternehmen wie etwa einem Automobilhersteller. In diesem Beispiel könnte die Unternehmensberatung zwangsweise eine höhere Gesamtkapitalrendite ausweisen und deshalb wesentlich effizienter und profitabler wirken.

Wie alle Kennzahlen eignet sich aber auch die GKR nicht als Basis für ein abschließendes Urteil. So ist sie anfällig für bestimmte Verzerrungen, beispielsweise durch weitestgehend abgeschriebene Sachanlagen. Die in der Bilanz ausgewiesenen Restbuchwerte sind damit relativ niedrig im Verhältnis zu den bei Ersatzbeschaffung zu zahlenden Wiederbeschaffungspreisen. Folglich ist auch die Bilanzsumme vergleichsweise gering, was tendenziell zu einer höheren GKR führt, deren Nenner die Bilanzsumme bildet. Diese erhöhte GKR ist indes nicht Ausdruck einer gesteigerten Rentabilität, sondern vielmehr eine Konsequenz der veralteten Produktionsanlagen. Dieses Beispiel wird in der Fachwelt als „Old Plant Trap“ bezeichnet; es verdeutlicht die begrenzte Aussagekraft von einzelnen Kennzahlen und die Notwendigkeit einer tiefergehenden Analyse.

II.2.2.3.2 Eigenkapitalrendite

Die Eigenkapitalrendite (EKR) betrachtet die Profitabilität des Unternehmens aus der Sicht der Eigenkapitalgeber. Sie gibt Aufschluss darüber, welche Rendite auf das von den Eigenkapitalgebern eingesetzte Kapital generiert wurde. Die EKR ist für Investitionsentscheidungen äußerst informativ, da sie die Profitabilität von Investments für Eigenkapitalgeber direkt beleuchtet. Bei der EKR wird somit – anders als bei der Gesamtkapitalrendite – die Kapitalstruktur und damit das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung eines Unternehmens relevant.

Im Zähler der EKR steht das erzielte Ergebnis nach Steuern (nach HGB auch als Jahresüberschuss oder allgemein als Ergebnis nach Steuern bzw. Nettoergebnis geläufig), das von den Finanzierungskosten bereits abgezogen wurde. Der Abzug der Finanzierungskosten erfolgt, weil für die Berechnung der Kennzahl ausschließlich das Ergebnis betrachtet werden soll, das den Eigenkapitalgebern zur Verfügung steht: das Resteinkommen (auch Residualeinkommen genannt) nach Abzug aller sonstigen Aufwendungen und Verluste.¹³

Die Eigenkapitalrendite kann – ähnlich zur Gesamtkapitalrendite – anhand Vor- oder Nachsteuergrößen berechnet werden. Bei einem Vergleich von Eigenkapitalrenditekennzahlen verschiedener Unternehmen ist das zu berücksichtigen. Im Nenner steht das durchschnittliche Eigenkapital des Unternehmens, das die Kapitaleinlage aller Eigenkapitalgeber widerspiegelt.

Ergebnis nach Steuern (= Jahresüberschuss bzw. Gewinn)

Ø Eigenkapital

Im Nenner der Kennzahl wird ein Durchschnittswert verwendet, da die Investition der Anteilseigner im Zeitablauf gegebenenfalls größeren Änderungen unterworfen ist, zum Beispiel durch Eigenkapitalzuführungen oder Aktienrückkäufe. Bei einer alleinigen Betrachtung des Jahresanfangs- oder Jahresendwertes würde die Renditekennzahl daher verzerrt. Werden Ihnen im Rahmen Ihrer

13 Fremdkapitalgeber erhalten im Gegensatz zu den Eigenkapitalgebern eine vorab festgelegte Verzinsung ihres Kapitals, unabhängig von der erwirtschafteten Gesamtkapitalrendite. Dieser Anteil wird bei der Berechnung der Gesamtkapitalrendite als Bestandteil der erwirtschafteten Gewinngröße, des EBIT bzw. Betriebsergebnisses, berücksichtigt. Für die Berechnung der Eigenkapitalrendite wird die Verzinsung des Fremdkapitals – analog zu den anderen Aufwendungen einer vergangenen Geschäftsperiode – von den Erträgen abgezogen. Der verbleibende Rest ist der Jahresüberschuss, jener Anteil am Betriebsergebnis, der den Eigenkapitalgebern zusteht und auf den sich folglich die Eigenkapitalrendite fokussiert.

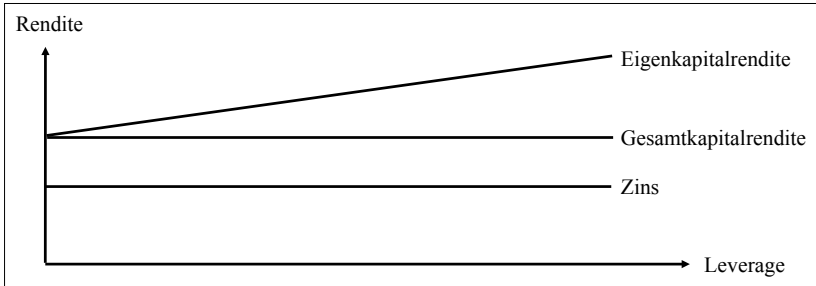
Tätigkeit EKR-Werte vorgelegt, sollten Sie sich immer über deren genaue Ermittlung – hinsichtlich Zähler und Nenner – vergewissern.

II.2.2.3.3 Zusammenhang von Gesamt- und Eigenkapitalrendite: Der Leverage-Effekt

Durch den erhöhten Einsatz von Fremdkapital kann die Eigenkapitalrendite erhöht werden, sofern der Zinssatz für das Fremdkapital kleiner ist als die Gesamtkapitalrendite. Dieser Effekt wird als **Leverage-Effekt** bezeichnet. Unter Leverage (dt. *Hebel*) versteht man das zahlenmäßige Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital. Ist allerdings die Gesamtkapitalrendite kleiner als der Fremdkapitalzinssatz, verringert sich die Eigenkapitalrendite mit zunehmender Aufnahme von Fremdkapital.

In Abbildung 9 ist der erste Fall dargestellt. Durch den vermehrten Einsatz von Fremdkapital erhöht sich jedoch auch das Risiko der Gesamtkapitalrendite. Somit steigen gegebenenfalls die Renditeansprüche (in die das Risiko einer Anlage einfließt) beider Kapitalgebergruppen. Aus Illustrationsgründen wird in der folgenden Grafik jedoch vereinfachend von einer flachen Zinskurve ausgegangen.

Abb. 9: Leverage-Effekt (eigene Darstellung)



Ein Unternehmen hat 100 € Eigenkapital und nimmt einen Bankkredit über 150 € zu einem Zinssatz von 8 % auf. Somit sind jährlich 12 € an Zinsen zu zahlen. Der Leverage beträgt $150/100 = 1,5$. Die Rendite der Bank (als Fremdkapitalgeber) beträgt fixe 8 %. Das Unternehmen erwirtschaftet mit dieser Kapitalausstattung ein Betriebsergebnis von 30 €. Das entspricht einer GKR von $30/250 = 12$ %. Nach Abzug der Zinsen verbleiben für die Eigenkapitalgeber $30 - 12 = 18$ €. Damit beträgt die EKR $18/100 = 18$ %.

Hieran finden die Eigenkapitalgeber Geschmack: Sie nehmen einen weiteren Kredit über 250 € auf; der Zinssatz beträgt erneut 8 %. Der Leverage beträgt

nun $400/100 = 4,0$. Die Rendite der Bank (als Fremdkapitalgeber) beträgt nach wie vor fixe 8 %. Das Unternehmen erwirtschaftete nun eine konstante GKR von 12 %; damit liegt das Betriebsergebnis bei $500 \times 12 \% = 60 \text{ €}$. Nach Abzug der Zinsen von ($400 \times 8 \% =$) 32 € verbleiben für die Eigenkapitalgeber $60 - 32 = 28 \text{ €}$. Deren Investition ist nach wie vor 100 €. Damit beträgt die EKR nun $28/100 = 28 \%$. Durch den Einsatz von mehr Fremdkapital bei konstantem Eigenkapital (= Erhöhung des Leverage) konnte die EKR gesteigert werden. Problematisch wird es jedoch, wenn die GKR unter den Zinssatz des Fremdkapitals fällt. Angenommen, das Unternehmen ist weiterhin mit 100 € Eigenkapital und 400 € Fremdkapital finanziert. Der Fremdkapitalzinssatz beträgt 8 %, die GKR aber nun lediglich 6 %. Das Betriebsergebnis liegt dann bei $500 \text{ €} \times 6 \% = 30 \text{ €}$. Nach Abzug der Zinsen von ($400 \times 8 \% =$) 32 € verbleiben für die Eigenkapitalgeber $30 - 32 = -2 \text{ €}$. Je 100 € Fremdkapital wurde ein Verlust von 2 € für die Eigenkapitalgeber erwirtschaftet. Dieser Verlust von 8 € zehrt die Rendite auf die von den Eigenkapitalgebern investierten 100 € in Höhe von 6 € vollständig auf und führt zu einer negativen EKR ($-2/100 = -2 \%$).

II.2.2.4 Werttreiberanalyse

II.2.2.4.1 Treiber der Eigenkapitalrendite: Einfache DuPont-Analyse

Die Eigenkapitalrendite ist als Renditekennzahl intuitiv verständlich: Sie bildet die „Verzinsung“ des Eigenkapitals ab. Ihre Aussagekraft lässt sich jedoch noch deutlich steigern, indem man sich der Frage nähert: Welche wesentlichen **Einflussfaktoren** oder „Treiber“ bestimmen ihre Höhe? Indem man die EKR in ihre Komponenten zerlegt, lassen sich erste wichtige Rückschlüsse ziehen auf die strategische Ausrichtung des Unternehmens sowie auf seine Stärken und Schwächen.

Die mathematischen Eigenschaften der EKR als Quotient aus Gewinn und (durchschnittlichem) Eigenkapitalbestand erlauben eine **Aufspaltung** in drei Einflussfaktoren, die ihrerseits ebenfalls Quotienten sind und sich durch Multiplikation zur ursprünglichen EKR kürzen lassen.¹⁴ Die **EKR** setzt sich hiernach multiplikativ wie folgt zusammen aus den Kennzahlen Umsatzrendite (oder Ge-

14 Die hier gezeigte Zerlegung geht in ihrer Grundidee auf das sogenannte DuPont-Schema zurück: ein Kennzahlensystem, das der amerikanische Chemie-Konzern DuPont de Nemours and Co. bereits 1919 entwickelte.

winnmarge, Return on Sales), Kapitalumschlag (Asset Turnover) und Fremdfinanzierungsgrad I (Leverage):

$$\begin{array}{c}
 \text{Umsatzrendite} * \text{Kapitalumschlag} * \text{Fremdfinanzierungsgrad I} \\
 = \frac{\text{Ergebnis nach Steuern}}{\text{Umsatzerlöse}} * \frac{\text{Umsatzerlöse}}{\text{Ø Bilanzsumme}} * \frac{\text{Ø Bilanzsumme}}{\text{Ø Eigenkapital}}
 \end{array}$$

Während Umsatzrendite (bzw. Gewinnmarge) und Kapitalumschlag die operative Tätigkeit des Unternehmens analysieren, dient der Fremdfinanzierungsgrad I der Analyse der Kapitalstruktur:

- Umsatzrendite/Gewinnmarge (Return on Sales): Im Einzelnen lässt sich mit der Umsatzrendite feststellen, in welchem Ausmaß ein Unternehmen seine Umsätze in Erträge umwandeln kann: Wie viel Prozent jedes verdienten Euro bleiben „unter dem Strich“ als Gewinn für die Anteilseigner übrig? Die Umsatzmarge ist negativ, wenn die Kosten die erzielten Umsatzerlöse (und gegebenenfalls andere Einnahmen) übersteigen. In diesem Fall ist die Eigenkapitalrendite stets negativ: Das kann auch durch die anderen beiden Komponenten des einfachen DuPont-Schemas – den Kapitalumschlag und den Fremdfinanzierungsgrad I – nicht kompensiert werden.
- Kapitalumschlag (Asset Turnover): Der Kapitalumschlag liefert Informationen darüber, wie effizient ein Unternehmen sein operatives Vermögen einsetzt, um damit Umsätze zu erzielen. Je höher der Kapitalumschlag, desto effizienter die Kapitalnutzung. Intuitiv erfassen lässt sich diese Kennzahl zum Beispiel als „Umsatz je Quadratmeter Verkaufsfläche“ in einem Kaufhaus. Die Kennzahl gibt Aufschluss darüber, wie viel Euro Umsatz mit einem eingesetzten Euro Kapital erzielt werden.
- Fremdfinanzierungsgrad I (Leverage): Der dritte Einflussfaktor auf die Eigenkapitalrendite, der Fremdfinanzierungsgrad I, liegt auf der Finanzierungsseite. So kann ein Unternehmen mit einem größeren „Hebel“ (Leverage) – das heißt einem höheren Fremdkapitalanteil – eine höhere Eigenkapitalrendite erzielen. Grund dafür ist die gewinnunabhängige Verzinsung des Fremdkapitals. Übersteigt die mit dem gesamten Kapital erzielte Rendite diesen fixen Fremdkapitalzinssatz, erhöht sich dadurch die Verzinsung des Eigenkapitals und somit die Eigenkapitalrendite. Dieser Zusammenhang wurde in Kapitel II.2.2.3.3 als Leverage-Effekt diskutiert. Fallen demnach die operativen Kennzahlen ins-

gesamt niedrig aus, kann die Eigenkapitalrendite dennoch durch einen hohen Fremdfinanzierungsgrad I in die Höhe getrieben werden.

Bereits in ihrer einfachen Form erlaubt die DuPont-Analyse eine erste Beurteilung der strategischen Ausrichtung eines Unternehmens. Die beiden operativen Kennzahlen Umsatzrendite und Kapitalumschlag stehen in der Regel in einem Konkurrenzverhältnis und sind damit im Rahmen einer strategischen Weichenstellung gegeneinander abzuwägen (Trade-off). Grob vereinfacht lassen sich zwei grundlegende Strategien unterscheiden:

- Im Rahmen einer Strategie der **Kostenführerschaft** versucht ein Unternehmen, eine attraktive Eigenkapitalrendite primär durch hohen Kapitalumschlag zu erreichen. Unternehmen wie WalMart versuchen, beispielsweise durch einfache Geschäftsausstattung und Möblierung sowie möglichst geringe Lagerhaltung (Just-in-time-Strategie) einen schnellen Kapitalumschlag sicherzustellen und damit den Umsatz relativ zum eingesetzten Vermögen zu maximieren. Sie nehmen hierfür geringere Verkaufspreise und damit eine geringere Umsatzrendite in Kauf – und konkurrieren primär über den Preis bzw. erzielen ihre Rentabilität mit hohen Stückzahlen. Eine niedrige Umsatzrendite kann ein Unternehmen demnach durch einen hohen Kapitalumschlag kompensieren: Mit dem verfügbaren Kapital werden hohe Verkaufszahlen erzielt, damit in Verbindung mit der geringen Gewinnmarge eine angemessene Verzinsung des eingesetzten Kapitals erreicht wird.
- Der umgekehrte Fall wird als Strategie der **Produktdifferenzierung** bezeichnet: Hier versucht ein Unternehmen, seine Eigenkapitalrendite primär durch eine hohe Umsatzrendite zu steigern. Um jedoch die hierzu erforderlichen hohen Verkaufspreise durchsetzen zu können, müssen dem Kunden hohe Qualität sowie große Auswahl und gegebenenfalls ein exquisites Ambiente geboten werden. Das hat Einfluss auf die Höhe der erforderlichen Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen, die den Kapitalumschlag verlangsamen.

Abb. 10: Zusammenhang von Umsatzrendite und Kapitalumschlag (eigene Darstellung)

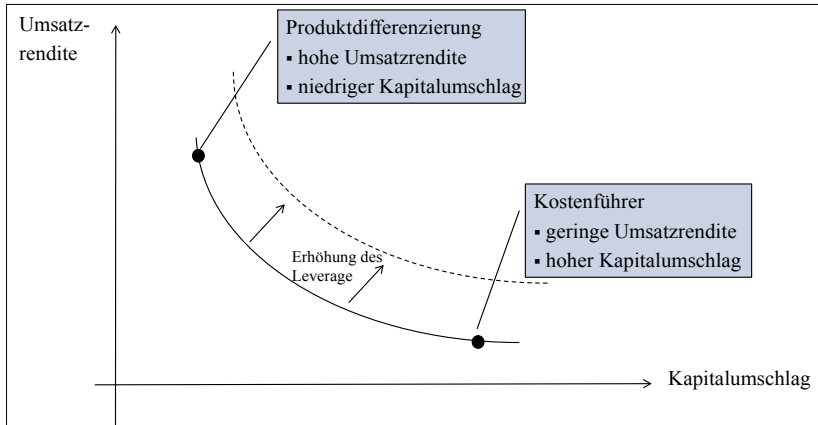


Abbildung 10 zeigt: Eine gegebene Eigenkapitalrendite lässt sich grundsätzlich gleichermaßen mit zwei grundlegenden Strategien erreichen. So kann ein Unternehmen eine hohe Eigenkapitalrendite erzielen entweder durch eine hohe Gewinnmarge bei relativ geringem Kapitalumschlag oder alternativ durch zügigen Kapitalumschlag unter Inkaufnahme einer vergleichsweise geringen Gewinnmarge. Beide Strategien lassen sich dabei jeweils mit dem Einsatz von Fremdkapital (Leverage) kombinieren, um die EKR weiter zu steigern: Durch eine Erhöhung des Fremdfinanzierungsgrads I verschiebt sich die EKR-Kurve in der Grafik nach rechts oben.

II.2.2.4.2 Operatives Geschäft und Finanzierungseffekte: Erweiterte DuPont-Analyse

II.2.2.4.2.1 Überblick

Die erweiterte DuPont-Analyse ist, ähnlich wie die einfache DuPont-Analyse, ein Kennzahlensystem zur Zerlegung der Eigenkapitalrendite in ihre Komponenten. Sie erlaubt jedoch eine genauere und differenziertere Betrachtung der einzelnen Einflussfaktoren sowie insbesondere eine klare Trennung von operativen und Finanzierungseffekten.

Die Grundidee ist einfach: Nach dem Verständnis der erweiterten DuPont-Analyse sollten das operative Geschäft eines Unternehmens und die zu dessen Finanzierung notwendige Kapitalbeschaffung für Zwecke der Unternehmensanalyse und -beurteilung strikt getrennt werden. Grundlage dieses Ansatzes ist

die finanzierungstheoretische Grundannahme, dass es für den Gesamtwert eines Unternehmens allein entscheidend ist, wie im operativen Geschäft gewirtschaftet wird, während die Frage, welchen Kapitalgebergruppen die Rückflüsse aus dieser operativen Tätigkeit zustehen, zunächst als irrelevant gilt.

Plakativ ausgedrückt: Für die Größe einer Pizza (Gesamtwert des Unternehmens, den allein die operative Ertragskraft bestimmt) ist es irrelevant, in wie viele Teile (Gewinn, Fremdkapitalzins, Ertragsteuern etc.) man sie zerschneidet und wer (Eigenkapitalgeber, Fremdkapitalgeber, Staat etc.) welche Teile bekommt.

Entsprechend dieser Grundidee besteht die erweiterte DuPont-Analyse aus folgenden Schritten:

- Zunächst wird die Rendite aus dem operativen Geschäft betrachtet, um ein „sauberes“ Bild der operativen Ertragskraft zu erhalten.
- Diese operative Rendite wird anschließend den Kosten der Fremdkapitalnutzung gegenübergestellt.
- Schließlich wird unter Berücksichtigung der Hebelwirkung der Fremdfinanzierung die Eigenkapitalrendite aus der Differenz dieser beiden Größen abgeleitet.

II.2.2.4.2.2 Operatives Geschäft: Operative Vermögensrendite

Die Analyse des operativen Geschäfts erfolgt mithilfe der *operativen Vermögensrendite* – Return on Net Operating Assets. Der RNOA ist eine operative Gesamtkapitalrendite und damit konzeptionell der Gesamtkapitalrendite (GKR) verwandt. Sie entspricht der Vorsteuerverzinsung des eingesetzten operativen Kapitals und damit dem Quotienten aus operativem Nettoergebnis, einer Nachsteuergröße (Net Operating Income, NOI), und dem durchschnittlichen operativen Nettovermögen (Net Operating Assets, NOA).

Das **operative Nettoergebnis (NOI)** ist ein um Ertragsteuern bereinigtes operatives Ergebnis, in dem der Fremdkapitalzinsaufwand noch enthalten ist. Es zeigt den im operativen Bereich erwirtschafteten Gewinn vor dessen Aufteilung an Eigenkapitalgeber des Mutterunternehmens und Fremdkapitalgeber – jedoch bereits unter Berücksichtigung der Ertragssteuerbelastung. Er wird ermittelt, indem das operative Ergebnis (Earnings Before Interest and Taxes, EBIT) mit

dem Effektivsteuersatz¹⁵ belastet und um Minderheitenanteile am Konzernergebnis bereinigt wird.

$$\begin{aligned} \text{Operatives Nettoergebnis} &= \text{Operatives Ergebnis} * (1 - \text{effektiver Steuersatz}) \\ &\quad - \text{Minderheitenanteile am Konzernergebnis} \end{aligned}$$

Das **operative Nettovermögen (NOA)** ermittelt sich als Differenz aus Bilanzsumme und operativen Schulden (von der Aktivseite her gesehen) bzw. als Summe von Eigenkapital und Finanzschulden (von der Passivseite her gesehen). Es stellt – je nachdem, von welcher Seite der Bilanz man sich ihm nähert – das für die Erzielung des operativen Ergebnisses eingesetzte operative Vermögen dar (von der Aktivseite her gesehen) bzw. das „verzinslich“ genutzte Kapital (von der Passivseite her gesehen).

$$\text{Operatives Nettovermögen} = \text{Bilanzsumme} - \text{operative Schulden}$$

Für die Ermittlung der **operativen Vermögensrendite (RNOA)** wird das operative Nettoergebnis NOI durch das durchschnittliche operative Nettovermögen NOA geteilt.

$$\text{Operative Vermögensrendite} = \frac{\text{Operatives Nettoergebnis}}{\text{Ø Operatives Nettovermögen}}$$

Die Ermittlung des operativen Nettovermögens NOA (und damit auch des operativen Nettoergebnisses NOI) wirft teilweise knifflige Abgrenzungsprobleme auf: Welche Vermögens- bzw. Kapitalbestandteile gehören der operativen Sphäre an, welche der Finanzierungssphäre? Als operative Verbindlichkeiten gelten häufig solche, die im Rahmen des operativen Geschäfts eines Unternehmens entstehen. Musterbeispiel sind hier sicherlich die Lieferantenverbindlichkeiten (Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen), aber auch etwa manche Rückstellungen. Der Bilanzanalytiker wird in vielen Zweifelsfällen gut daran tun, sich an den Postenbezeichnungen des zu analysierenden Abschlusses zu orientieren: Was vom Unternehmen als „finanziell“ bezeichnet wird (zum Beispiel finanzielle Verbindlichkeiten wie Bankkredite oder Anleihen) bzw. offensichtlich zu Finan-

15 Als Effektivsteuersatz bezeichnet man das Verhältnis von Ertragssteueraufwand zum Ergebnis vor Steuern. Es nähert die tatsächliche Steuerbelastung im gesamten Unternehmen/Konzern an.

zierungszwecken dient (zum Beispiel Pensionsrückstellungen), darf in diesem Sinne in der Regel getrost den Finanzschulden zugeordnet werden. Alles andere mag dann als „operativ“ gelten und wird somit bei der Ermittlung des operativen Nettovermögens NOA von der Bilanzsumme abgezogen. In dieser Vorgehensweise liegt also die „Beweislast“ bei den Finanzschulden: Ist ein Posten nicht offensichtlich als eine Finanzschuld erkennbar, zählt er als zum operativen Geschäft gehörig. Graubereiche existieren etwa bei den sonstigen Rückstellungen, den Steuerschulden sowie sonstigen Verbindlichkeiten, die nicht offensichtlich der Finanzierungstätigkeit entspringen.

II.2.2.4.2.3 Finanzierungstätigkeit: Nettofremdfinanzierungskosten

Als Beurteilungsmaßstab für die Kosten der Fremdfinanzierung fungieren in der erweiterten DuPont-Analyse die **Nettofremdfinanzierungskosten (Net Borrowing Costs, NBC)**. Sie stellen den Kapitalkostensatz für die Nutzung von Fremdkapital dar und ermitteln sich als Quotient aus Finanzierungsaufwand (Net Financing Expense, NFE), hier: Finanzergebnis, und den durchschnittlichen Nettofinanzschulden (Net Financial Obligations, NFO).

$$\text{Nettofremdfinanzierungskosten} = \frac{\text{Finanzergebnis} * (1 - \text{effektiver Steuersatz})}{\text{Ø Nettofinanzschulden}}$$

Die **Nettofinanzschulden** können lang- oder kurzfristiger Natur sein. Gemeinsam mit dem Eigenkapital bilden sie das passivische Gegenstück zum operativen Nettovermögen NOA. Damit gilt: Operatives Nettovermögen (NOA) – Nettofinanzschulden (NFO) = Eigenkapital. Die Nettofinanzschulden verursachen Finanzierungsaufwand (NFE) in Form der auf die Nettofinanzschulden entfallenden Zinsaufwendungen. Bei der Abgrenzung des Finanzierungsaufwands ist konsistent zur Ermittlung der Nettofinanzschulden vorzugehen.

Beispiel 1: Werden Pensionsrückstellungen den Nettofinanzschulden zugeordnet, so müssen die Zinsaufwendungen auf ebendiese Pensionsrückstellungen dem Finanzierungsaufwand (NFE) zugerechnet werden und dürfen nicht etwa das operative Nettoergebnis (NOI) mindern.

Beispiel 2: Werden Vorzugsaktien den Nettofinanzschulden zugeordnet, ist es folgerichtig, die Dividenden auf Vorzugsaktien im Finanzierungsaufwand zu berücksichtigen.

II.2.2.4.2.4 Zerlegung der Eigenkapitalrendite

Im Rahmen der erweiterten DuPont-Analyse lässt sich die Eigenkapitalrendite mithilfe des Leverage-Effekts (vgl. Kap. II.2.2.3.3) zerlegen: Die Eigenkapitalrendite ist das Produkt aus operativer Umsatzrendite und operativem Kapitalumschlag zuzüglich der mit dem Fremdfinanzierungsgrad II (einem Maß für Leverage) gewichteten sogenannten Spread, der Differenz zwischen operativer Vermögensrendite (RNOA) und Nettofremdfinanzierungskosten (NBC).

Im Einzelnen geht der Analytiker in folgenden Schritten vor: Die erweiterte DuPont-Analyse unterscheidet im Vergleich zu ihrer einfachen Spielart trennschärfer zwischen operativer Performance und Finanzierungskosten. Der operative Bereich wird mithilfe der operativen Umsatzrendite und des operativen Kapitalumschlags analysiert. Werden diese Kennzahlen miteinander multipliziert, ergibt sich die erläuterte operative Vermögensrendite (Return on Net Operating Assets, RNOA). Durch Berücksichtigung des – in der erweiterten DuPont-Analyse ebenfalls sauberer ermittelten – Fremdfinanzierungsgrades II (Leverage) sowie der Differenz (Spread) zwischen operativer Vermögensrendite (RNOA) und Nettofremdfinanzierungskosten (NBC) ergibt sich letzten Endes wieder die Eigenkapitalrendite (EKR) als zentrale Zielgröße der Rentabilitätsanalyse:

$$\begin{aligned} \text{Eigenkapitalrendite} &= \text{Operative Umsatzrendite} * \text{Operativer Kapitalumschlag} \\ &+ \text{Fremdfinanzierungsgrad II} \\ &* (\text{Operative Vermögensrendite}) \\ &- \text{Nettofremdfinanzierungskosten} \\ &= \text{RNOA} + \text{Fremdfinanzierungsgrad II} * \text{Spread} \end{aligned}$$

Im Einzelnen geht man wie folgt vor:

- Die **operative Umsatzrendite** setzt das operative Nettoergebnis (NOI) in Relation zu den Umsatzerlösen.

$$\begin{aligned} \text{Operative Umsatzrendite} &= \frac{\text{Operatives Nettoergebnis} * (1 - \text{effektiver Steuersatz})}{\text{Umsatzerlöse}} \\ &= \frac{\text{NOI}}{\text{Umsatzerlöse}} \end{aligned}$$

- Auch mit dem **operativen Kapitalumschlag** wird fokussiert der Einsatz an operativem Nettovermögen (NOA) betrachtet, mit dem das operative Nettoergebnis (NOI) erwirtschaftet wurde. Die Kennzahl gibt Aufschluss darüber, wie viel Umsatz mit jedem Euro an operativem Nettovermögen (NOA) erzielt wurde.

$$\text{Operativer Kapitalumschlag} = \frac{\text{Umsatzerlöse}}{\text{Ø Operatives Nettovermögen}} = \frac{\text{Umsatzerlöse}}{\text{Ø NOA}}$$

- Durch Multiplikation des operativen Kapitalumschlages mit der operativen Umsatzrendite wird mit der **operativen Vermögensrendite (RNOA)** eine Renditegröße berechnet, die vollkommen von der Finanzierung des Unternehmens abstrahiert. Sie ist unbeeinflusst von der Kapitalstruktur, also der Höhe des Fremdkapitals in Relation zum Eigenkapital, und damit unabhängig von den Fremdkapitalkosten.

$$\text{Operative Vermögensrendite} = \text{Operative Umsatzrendite} * \text{Operativer Kapitalumschlag}$$

Die anderen Kennzahlen des Modells beziehen sich auf den Finanzierungsbereich des Unternehmens.

- Der **Fremdfinanzierungsgrad II (Leverage)** weicht von der Berechnung im einfachen DuPont-Modell ab und ist als Quotient aus Nettofinanzschulden (NFO) und Eigenkapital definiert.

$$\text{Fremdfinanzierungsgrad II} = \frac{\text{Ø Nettofinanzschulden}}{\text{Ø Eigenkapital}}$$

- Er wird multipliziert mit dem Spread, der Differenz zwischen operativer Vermögensrendite (RNOA) und Nettofremdfinanzierungskosten (NBC). Der **Spread** gibt Aufschluss darüber, in welchem Ausmaß die mit dem operativen Vermögen erwirtschaftete Rendite die Kosten des zur Finanzierung notwendigen Fremdkapitals dieser Vermögenswerte übersteigt. Der Betrag, um den die operative Rendite die Fremdkapitalkosten übersteigt, fließt den Eigenkapitalgebern zu. Ausdruck findet hier somit auch der Restanspruch (Residualanspruch) der Eigenkapitalgeber nach Deckung der Fremdkapitalkosten. In der erweiterten DuPont-Analyse wird der Spread mit der Fremdkapitalquote multipliziert. Das heißt, es wird der Renditeanteil der Eigenkapitalgeber ermittelt, der durch mit Fremdkapital finanzierte Vermögenswerte erwirtschaftet wurde.

$$\begin{aligned} \text{Spread} &= \frac{\text{Operatives Nettoergebnis}}{\text{Ø Operatives Nettovermögen}} \\ &- \frac{\text{Finanzergebnis} * (1 - \text{effektiver Steuersatz})}{\text{Ø Nettofinanzschulden}} \\ &= \text{RNOA} - \text{NBC} \end{aligned}$$

Diese erste Zerlegung der Eigenkapitalrendite wird mithilfe des folgenden einfachen Beispiels erläutert. Das Beispiel-Unternehmen weist folgende Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung auf:

<u>Bilanz</u>		<u>GuV</u>	
NOA 100	EK 20	Umsatz	100
	Finanzschulden 80	– Operativer Aufwand	-80
		= EBIT	20
20	Operativ: 20	– Zinsaufwand	-8
		= EBT	12
		– Steuern	-4
		Gewinn	8

Anhand der beiden Rechenwerke können die einzelnen Komponenten für die Berechnung der Eigenkapitalrendite wie in Tabelle 4 dargestellt berechnet werden:

Tabelle 4: Inputgrößen für die erweiterte DuPont-Analyse (eigene Darstellung)

Kennzahl	Wert	Berechnung
Operatives Nettovermögen (NOA)	100	120 – 20 (gegeben; Bilanz)
Operatives Nettoergebnis (NOI)	13,3	$20 * (1 - \frac{4}{12})$
Operative Vermögensrendite (RNOA)	0,13	$\frac{NOI}{NOA} = \frac{13,3}{100}$
Operative Umsatzrendite	0,13	$\frac{NOI}{Umsatz} = \frac{13,3}{100}$
Operativer Kapitalumschlag	1,0	$\frac{Umsatz}{NOA} = \frac{100}{100}$
Finanzierungsaufwand (NFE)	8	gegeben (GuV: Zinsaufwand)
Nettofinanzschulden (NFO)	80	gegeben (Bilanz)
Nettofremdfinanzierungskosten (NBC)	6,7 %	$\frac{NFE * (1 - \text{eff. StSatz})}{NFO} = \frac{8 * (1 - \frac{4}{12})}{80}$
Fremdfinanzierungsgrad II	4,0	$\frac{NFO}{\text{Eigenkapital}} = \frac{80}{20}$
Spread (RNOA – NBC)	0,067	RNOA – NBC = 0,13 – 0,067

$$\text{Eigenkapitalrendite} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Ø Eigenkapital}} = \frac{8}{20} = 0,40$$

$$= \text{Operative Umsatzrendite} * \text{Operativer Kapitalumschlag}$$

$$+ \text{Fremdfinanzierungsgrad II}$$

$$* (\text{Operative Vermögensrendite} - \text{Nettofinanzierungskosten})$$

$$= 0,133 * 1,00 + 4,0 * 0,067 = 0,40$$

$$= \text{RNOA} + \text{Fremdfinanzierungsgrad II} * \text{spread}$$

$$= 0,133 + 4,0 * 0,067 = 0,40$$

Die Analyse zeigt eine hohe EKR von 40,0 %, die sich ergibt durch die Hebelwirkung des Fremdkapitals (die Finanzierungsstruktur besteht zu 4/5 aus Finanzschulden), angewendet auf eine starke operative Vermögensrendite bei niedrigem Fremdkapitalzins.

II.2.3 Liquiditätsanalyse

Ziel der **Liquiditätsanalyse** ist es, herauszufinden, ob ein Unternehmen in der Lage ist, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Die Perspektive ist dabei eher kurzfristig. Zusätzlich sollte Augenmerk darauf gelenkt werden, ob Investitionsvorhaben aus dem laufenden operativen Cashflow gedeckt werden können, ob Zahlungen an die Eigen- und Fremdkapitalgeber geleistet werden oder ob neues Kapital aufgenommen werden muss. Wichtig ist außerdem zu analysieren: Wodurch ergaben sich die Veränderungen in den einzelnen Bereichen der Kapitalflussrechnung (Teil-Cashflows) im Vergleich zum Vorjahr?

Die Liquiditätsanalyse erstreckt sich somit auf folgende Bestandteile: die Cashflow-Analyse, die statische sowie dynamische Liquiditätsanalyse und die Working Capital-Analyse.

II.2.3.1 Cashflow-Analyse

Der **Cashflow** zeigt die Veränderung der liquiden Mittel eines Unternehmens während einer Periode. Er wird in der Kapitalflussrechnung ermittelt sowie untergliedert (vgl. Kap. I.1.2.4) und dient hauptsächlich der Beurteilung der Finanzkraft eines Unternehmens, indem er das **Innenfinanzierungspotenzial** aufzeigt. Daneben wird er ergänzend als Erfolgsindikator herangezogen, zusammen mit den eigentlichen Erfolgskennzahlen. Zur genaueren Analyse erfolgt dabei eine Betrachtung des operativen Cashflows, des Cashflows aus Investitionstätigkeit, des Free Cashflows sowie des Cashflows aus Finanzierungstätigkeit.

- Die Analyse des **operativen Cashflows** gibt Aufschluss über die Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens.
 - Zu Beginn der Analyse wird das Vorzeichen des operativen Cashflows betrachtet. Ein positives Vorzeichen ist generell ein gutes Signal. Die im operativen Geschäft erwirtschafteten Zahlungsmittel können zum Beispiel für Investitionen verwendet, an die Eigenkapitalgeber ausgeschüttet oder zur Tilgung von Krediten verwendet werden. Ein negatives Vorzeichen hingegen kann darauf hindeuten, dass der Fortbestand des Unternehmens in Gefahr ist, da die operativen Geschäfte keine ausreichenden Zahlungsströme erwirtschaften, um langfristig die Zahlungsfähigkeit sicherzustellen.

len. Möglicherweise handelt es sich aber um ein Wachstumsunternehmen, das in sein Working Capital investiert (vgl. Kap. II.2.3.4).

- Zusätzlich sollte die Relation von Jahresüberschuss (Gewinn) und operativem Cashflow betrachtet werden: Laufen beide Größen stark auseinander und liegt zum Beispiel der Gewinn systematisch über dem operativen Cashflow, liegt der Schluss nahe, dass das Unternehmen seine Produkte zwar absetzen kann, aber erhebliche Schwierigkeiten hat, die fälligen Zahlungen einzutreiben.
- Schließlich sollte beachtet werden, dass einmalige Ereignisse (vgl. Kap. II.1.1.3) auch den Cashflow verzerren können. Daher ist es gegebenenfalls sinnvoll, solche Ereignisse vor der Analyse des operativen Cashflows auszuschließen.
- Der **Cashflow aus Investitionstätigkeit** zeigt, in welcher Höhe Investitionen bzw. Desinvestitionen durchgeführt wurden. Zumeist ist der Cashflow aus Investitionstätigkeit negativ, da die meisten Unternehmen ständig investieren, um ihren Betrieb aufrechtzuerhalten. Das führt folglich zu einem Abfluss von Zahlungsmitteln, um künftige Cashflows zu erzielen, und somit zu einem negativen Vorzeichen. Die Investitionen sollten die Abschreibungen übersteigen oder diesen gleichen, um von einem Fortbestand und gegebenenfalls von einem Wachstum des Unternehmens ausgehen zu können. Die Investitionen schließen Akquisitionen sowie andere Investments ein. Bei der Analyse sollte deshalb bei wesentlichen Investitionen zu einem beachtet werden, ob der Preis der getätigten Investitionen gerechtfertigt ist; zum anderen sollte das Risiko der getätigten Investitionen hinterfragt werden. Ist der Cashflow aus Investitionstätigkeit positiv, kann hierin ein Warnsignal liegen, dass die Erlöse aus Desinvestitionen größer waren als die Zahlungsabflüsse aus getätigten Investitionen. Insbesondere ist Vorsicht geboten, wenn die Einnahmen genutzt werden, um ein Defizit im operativen Cashflow zu decken.
- Die Summe aus operativem Cashflow und Cashflow aus Investitionstätigkeit wird als **Free Cashflow** bezeichnet. Diese Größe steht für Zahlungen an die Eigen- und Fremdkapitalgeber zur Verfügung.
- Der **Cashflow aus Finanzierungstätigkeit** zeigt, wie ein Unternehmen seinen Free Cashflow verwendet. Ist Letzterer positiv, kann das Unternehmen Zahlungen an die Eigen- und/oder Fremdkapitalgeber leisten. Dabei kann es sich beispielsweise um Schuldentilgungen, Zinszahlungen, Ausschüttungen (Dividenden) oder Aktienrückkäufe handeln. Bei einem negativen Free Cashflow wird zumeist neues Kapital aufgenommen oder werden Liquiditätsreserven

aufgebraucht, um das Defizit auszugleichen. Daneben können Unternehmen den positiven Free Cashflow nutzen, um Zahlungsreserven aufzubauen. Wird ein negativer Free Cashflow erwirtschaftet und kein neues Kapital zur Deckung des Defizits aufgenommen, werden folglich Zahlungsmittelreserven verbraucht. Hierbei gilt es zu analysieren, wie lange ein Unternehmen auf diese Art und Weise fortfahren kann, bevor die Zahlungsmittelreserven aufgebraucht sind.

II.2.3.2 Statische Liquiditätsanalyse

Kurzfristige Liquiditätskennzahlen (Liquiditätsgrade) dienen als Indikator dafür, ob ein Unternehmen seinen kurzfristigen Zahlungsmittelverpflichtungen nachkommen kann. Sie errechnen sich, indem Positionen des Umlaufvermögens den kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenübergestellt werden. Die **Liquidität 1. Grades (Cash Ratio)** berechnet sich wie folgt:

$$\text{Liquidität 1. Grades} = \frac{\text{Zahlungsmittel und Wertpapiere des UV}}{\text{Kurzfristige Schulden}}$$

Die **Liquidität 2. Grades (Quick Ratio)** hingegen ist ähnlich definiert. Sie schließt im Zähler zusätzlich die kurzfristigen Forderungen ein:

$$\text{Liquidität 2. Grades} = \frac{\text{Zahlungsmittel und Wertpapiere des UV} + \text{Forderungen aus LuL}}{\text{Kurzfristige Schulden}}$$

Liquidität 1. und 2. Grades zeigen an: Inwieweit ist ein Unternehmen fähig, die kurzfristigen Verbindlichkeiten durch seine liquiden Mittel zu decken? Für die Liquidität 2. Grades wird dabei angenommen, dass Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (LuL) jederzeit liquidierbar sind.

Die Aussagekraft beider Kennzahlen jeweils für sich genommen ist gering. Daher sollten die Zahlungsbedingungen der Branche berücksichtigt werden. Die **Liquidität 3. Grades (Current Ratio)** ergänzt diese Betrachtung:

$$\text{Liquidität 3. Grades} = \frac{\text{Umlaufvermögen}}{\text{Kurzfristige Schulden}}$$

Beim Umlaufvermögen handelt es sich um Vermögenswerte, von denen erwartet wird, dass sie innerhalb eines Jahres in Zahlungsmittel umgewandelt werden (vgl.

Kap. I.1.2.2.2). Genauso verhält es sich bei den kurzfristigen Schulden: Von ihnen wird erwartet, dass sie innerhalb eines Jahres beglichen werden. Eine Liquidität 3. Grades > 1 zeigt folglich an, dass ein Unternehmen im Durchschnitt jederzeit seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen können sollte. Dennoch kann es trotz einer komfortablen Liquidität 3. Grades zu Liquiditätsproblemen kommen, sollten beispielsweise einige Positionen des Umlaufvermögens nur schwer liquidierbar sein. Wichtiger als die reine Kennzahlenbetrachtung ist daher die Frage: Unterhält das Unternehmen ein funktionierendes und flexibles Finanz- und Liquiditätsmanagement, das jederzeitige Zahlungsfähigkeit sicherstellt?

Eine weitere Kennzahl zur Analyse der kurzfristigen Liquidität ist die **Zinsdeckung (Interest Coverage)**. Sie gibt Aufschluss über die Fähigkeit des Unternehmens, das Finanzergebnis aus dem operativen Ergebnis zu decken. Dabei werden EBIT bzw. EBITDA zum Finanzergebnis ins Verhältnis gesetzt. Je niedriger die Kennzahl, desto höher ist die Zinslast des Unternehmens.

$$\text{Zinsdeckung} = \frac{\text{EBIT bzw. EBITDA}}{\text{Finanzergebnis}}$$

Dabei werden planmäßige Abschreibungen (engl. depreciation und amortization) beim EBITDA deshalb ausgeschlossen, weil es sich dabei um Cashflow-unwirksame Aufwendungen handelt, die die verfügbaren Zahlungsmittel folglich nicht reduzieren. Andererseits kann auch argumentiert werden, dass ein Unternehmen Vermögenswerte ersetzen muss, um den Fortbestand des Unternehmens zu sichern, was wiederum für eine Einbeziehung der Abschreibungen spricht.

II.2.3.3 Dynamische Liquiditätsanalyse

Der **dynamische Verschuldungsgrad** gibt Aufschluss darüber: Wie lange (in Jahren) benötigt das Unternehmen, um aus dem operativen Cashflow abzüglich der Abschreibungen seine effektiven Schulden zurückzahlen zu können – vorausgesetzt, der so berechnete Cashflow würde ausschließlich zur Schuldentilgung herangezogen werden? Die Effektivverschuldung ermittelt sich durch Abzug der Zahlungsmittel von den gesamten Schulden. Der Abzug der Abschreibungen soll erforderliche Erhaltungsinvestitionen abbilden. Die Erhaltungsinvestitionen bzw. die Abschreibungen werden einbezogen unter der Annahme, dass sie zur Erhaltung des Geschäftsbetriebs und somit zur kontinuierlichen Generierung des Cashflows notwendig sind.

$$\text{Dynamischer Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Effektivverschuldung}}{\text{Operativer Cashflow} - \text{Abschreibungen}}$$

Um zu ermitteln, wann bei einem Unternehmen mit einem Verbrauch der vorhandenen Liquidität zu rechnen ist, wird die **Cash Burn Rate** herangezogen. Diese setzt die vorhandenen Zahlungsmittel zum operativen Cashflow ins Verhältnis. Im Falle eines negativen operativen Cashflows lässt sich somit ermitteln: Wie lange kann ein Unternehmen seine operativen Tätigkeiten ohne weitere Kapitalaufnahmen oder Verkäufe von Sachanlagevermögen fortführen? Aufgrund des speziellen Charakters dieser Kennzahl – sie eignet sich nicht für Unternehmen mit positivem Cashflow – sei sie lediglich der Vollständigkeit halber erwähnt.

$$\text{Cash Burn Rate} = \frac{\text{Zahlungsmittel}}{\text{Operativer Cashflow}}$$

Diese Kennzahl eignet sich insbesondere zur Beurteilung junger Wachstumsunternehmen mit geringen Umsätzen.

II.2.3.4 Working-Capital-Analyse

Die Working-Capital-Analyse analysiert die Effizienz im Einsatz des Umlaufvermögens im Rahmen der operativen Aktivitäten eines Unternehmens. Durch die effiziente Nutzung des Umlaufvermögens werden Liquidität und Profitabilität wesentlich beeinflusst.

Die **Kapitalbindung (Cash Conversion Cycle, CCC)** beziffert: Wie lange sind liquide Mittel während des Prozesses der Umsatzgenerierung unter Berücksichtigung der Kapitalfreisetzung durch Lieferantenverbindlichkeiten durchschnittlich im Unternehmen gebunden? Dazu vergleicht sie die Umschlagsdauer der Vorräte (Days Inventory Outstanding, DIO) und die Zahlungsziele der Kunden (Kundenziel oder Days Receivables Outstanding, DSO) mit den Zahlungszielen des Unternehmens bei Lieferanten (Lieferantenziel oder Days Payables Outstanding, DPO).

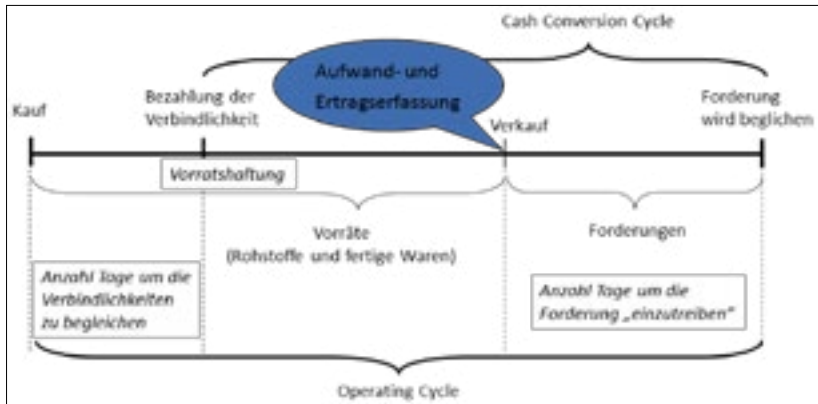
$$\text{Kapitalbindung} = \text{Kundenziel} + \text{Umschlagsdauer der Vorräte} - \text{Lieferantenziel}$$

Eine verwandte Kennzahl ist die **operative Umschlagsdauer (Operating Cycle, OC)**. Sie abstrahiert von den Lieferantenverbindlichkeiten:

$$\text{Operative Umschlagsdauer} = \text{Kundenziel} + \text{Umschlagsdauer der Vorräte}$$

Je geringer Kapitalbindung und operative Umschlagsdauer, desto effizienter geht das Unternehmen mit seinen liquiden Mitteln um. In Abbildung 11 werden beide Größen illustriert.

Abb. 11: Kapitalbindung und operative Umschlagsdauer (eigene Darstellung)



Nachfolgend betrachten wir die Komponenten der Kapitalbindung genauer:

- Ziel eines jeden Unternehmens sollte es sein, sein **Kundenziel**, also den Zeitraum der Forderungsbindung, so kurz wie möglich zu halten, das heißt ausstehende Zahlungsmittel von den Kunden schnellstmöglich einzutreiben. Zur Berechnung des Kundenziels wird der durchschnittliche Bestand an Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zu den Umsatzerlösen ins Verhältnis gesetzt. Hierin zeigt sich, wie viele Tage Kunden durchschnittlich benötigen, um ihre Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Unternehmen zu begleichen.

$$\text{Kundenziel} = \frac{\text{Ø Forderungen aus LuL}}{\text{Umsatzerlöse}} \times 365$$

- Beim Vorratsmanagement geht es darum, Vorräte auf einem minimal-optimalen Bestand zu halten. Die durchschnittliche **Umschlagsdauer der Vorräte**

zeigt, wie lange Vorräte durchschnittlich im Unternehmen verbleiben. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, diese Kennzahl zu berechnen. Zum einen kann der durchschnittliche Bestand an Vorräten ins Verhältnis zu den Umsatzerlösen gesetzt werden. Zum anderen kann der durchschnittliche Bestand an Vorräten ins Verhältnis zu den Herstellkosten der Umsatzerlöse gesetzt werden. Letztere Möglichkeit bietet den Vorteil, dass man die Vorräte, die zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten bilanziert werden, den entsprechenden Kosten gegenüberstellt. Die erste Vorgehensweise wird meist nur dann angewendet, wenn die GuV nach dem Gesamtkostenverfahren aufgestellt wird, da daraus die Kosten des Umsatzes nicht abgelesen werden können. Der Quotient wird mit 365 multipliziert, um die Einheit „Tage“ zu ermitteln.

$$\text{Umschlagsdauer der Vorräte} = \frac{\text{Ø Vorräte}}{\text{Herstellungskosten des Umsatzes}} \times 365$$

- Ziel der Analyse des **Lieferantenziels** ist schließlich, Aufschluss über die Zahlungsgewohnheiten des Unternehmens zu erhalten: Innerhalb welchen Zeitraums begleicht das Unternehmen durchschnittlich seine Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten? Generell ist es von Vorteil für das Unternehmen, seine Lieferantenverbindlichkeiten so spät wie möglich zu begleichen, da es sich bei Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen meist um zinslose Kredite für das Unternehmen handelt. Die Verhandlungsmacht des Unternehmens spielt dabei eine bedeutende Rolle. Allerdings kann ein hohes in Anspruch genommenes Zahlungsziel auch auf Liquiditätsschwierigkeiten des Unternehmens hindeuten.

$$\text{Lieferantenziel} = \frac{\text{Ø Verbindlichkeiten aus LuL}}{\text{Herstellungskosten des Umsatzes} + \text{Veränd. Vorräte}} \times 365$$

Es zeigt sich, dass im Rahmen des Working Capital Managements drei Maßnahmen zusammenwirken sollten, um möglichst viel Liquidität freizusetzen:

- 1) Vorratsbestände reduzieren, zum Beispiel durch Just-in-time-Produktion oder andere Optimierungsschritte der Produktionslogistik*
- 2) Kundenforderungen schnellstmöglich eintreiben*
- 3) Eigene Zahlungen an Lieferanten möglichst lange hinauszögern*

Diese Maßnahmen der Liquiditätsfreisetzung sollten jedoch nicht um jeden Preis verfolgt werden: Eine Optimierung der Produktionslogistik kann teuer sein. Großzügige Zahlungsbedingungen für Kunden können den Umsatz ankurbeln. Und das Hinauszögern der eigenen Zahlungen kann den Lieferanten verprellen und kostet zudem entgangene Skonti. Es besteht demnach zwischen der vom Unternehmen angestrebten Zahlungsmittelfreisetzung (Liquidität) und deren Kosten (Rentabilität) ein Zielkonflikt, sodass sorgsam abzuwägen ist.

II.2.4 Kapitalstrukturanalyse

Kapitalstrukturkennzahlen geben Aufschluss über die Finanzierungsstruktur des Unternehmens, das heißt über die Frage: Zu welchen Anteilen wurde das Vermögen mit Eigen- und Fremdkapital finanziert? Letzten Endes geht es um eine Einschätzung und Beurteilung des bereits mehrfach zitierten Leverage.

Ein Unternehmen mit einem sehr hohen Fremdkapitalanteil birgt gewisse Risiken, wie etwa tendenziell höhere Zins- und Tilgungszahlungen, die gedeckt werden müssen. Aus diesen Zahlungen und der Verpflichtung des Unternehmens, den Zahlungsforderungen nachzukommen, ergibt sich das Kreditrisiko.

Für eine Einschätzung des Insolvenzrisikos bietet die Kapitalstrukturanalyse jedoch nur einen ersten Anhaltspunkt. Um ein fundiertes Urteil über die finanzielle Situation des Unternehmens zu treffen, sind weitere Analysen notwendig. So wird beispielsweise die Fähigkeit des Unternehmens vernachlässigt, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Die Zahlungsfähigkeit ist jedoch nicht unerheblich: Ist sie nämlich sehr gering, kann es auch bei „solider“ Kapitalstruktur zu ernsthaften finanziellen Engpässen kommen. Daher sollte neben die Kapitalstrukturanalyse stets ergänzend die Liquiditätsanalyse treten.

Zwar kursieren verschiedene Kennzahlen, die unterschiedlich berechnet werden. Sie liefern aber im Wesentlichen die gleichen Informationen, denn sie setzen die Größen Eigenkapital, Fremdkapital und Bilanzsumme (= Gesamtkapital) in

unterschiedlichen Kombinationen zueinander in Relation. Während der Verschuldungsgrad die Verbindlichkeiten zum Eigenkapital in Relation setzt, betrachtet die Fremdkapitalquote die Verbindlichkeiten in Relation zur Bilanzsumme.

- Der **Verschuldungsgrad** gibt Aufschluss über den Anteil der Kreditverpflichtungen im Verhältnis zum Eigenkapital eines Unternehmens. Je höher der Verschuldungsgrad, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen in finanzielle Engpässe geraten kann.

$$\text{Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Eigenkapital}}$$

Vorsicht ist für den unternehmensübergreifenden Vergleich geboten: So variiert der Verschuldungsgrad teilweise sehr stark branchenabhängig. Banken haben beispielsweise aufgrund ihres Geschäftsmodells traditionell einen sehr hohen Verschuldungsgrad von etwa 90 Prozent. Es ist deshalb beispielsweise wenig aufschlussreich, den Verschuldungsgrad einer Bank mit dem eines Industrieunternehmens zu vergleichen.

- Die **Fremdkapitalquote** bietet gegenüber dem Verschuldungsgrad keine zusätzlichen Informationen, wird jedoch ebenfalls häufig in Bilanzanalysen verwendet. Bei dieser Kennzahl wird das gesamte Fremdkapital eines Unternehmens in Relation zum Gesamtkapital bzw. zur Bilanzsumme gesetzt. Eine hohe Fremdkapitalquote birgt Risiken und schränkt die finanzielle Flexibilität eines Unternehmens ein, da die Aufnahme von Krediten schwieriger sein kann bzw. weitere Kredite unter Umständen unverhältnismäßig teuer werden.

$$\text{Fremdkapitalquote} = \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Bilanzsumme bzw. Gesamtkapital}}$$

- Die **Eigenkapitalquote** setzt das gesamte Eigenkapital in Relation zum Gesamtkapital bzw. zur Bilanzsumme eines Unternehmens. Eine hohe Eigenkapitalquote zeugt von finanzieller Stabilität des Unternehmens und erleichtert Kreditaufnahmen. Branchenübergreifend ergeben sich aber auch hier deutliche Unterschiede.

$$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Bilanzsumme bzw. Gesamtkapital}}$$

II.2.5 Vermögensstrukturanalyse

Vermögensstrukturkennzahlen dienen zur Analyse der Aktivseite der Bilanz. Sie geben Aufschluss darüber: Wie werden die finanziellen Mittel eines Unternehmens verwendet? Worin und wie (zum Beispiel langfristig) sind sie gebunden?

- Die **Sachanlagenintensität** ist ein erster Anhaltspunkt für die Beurteilung der Vermögensstruktur. Sachanlagen sind in der Regel langfristige Investitionen, die ein Unternehmen tätigt. Sie haben den Nachteil, dass das Unternehmen weniger flexibel auf Änderungen des ökonomischen Umfeldes reagieren kann. Der Grund dafür: Diese Investitionen sind häufig schwierig zu liquidieren und können deshalb schwer den ökonomischen Bedingungen angepasst werden. Beispielsweise wird das Unternehmen in Zeiten eines ökonomischen Abschwungs Schwierigkeiten haben, Investitionen und damit auch Produktionskapazitäten zurückzufahren. Damit entstehen dem Unternehmen hohe Fixkosten, die auch nach einem wirtschaftlichen Abschwung gedeckt werden müssen und eine zusätzliche Belastung darstellen. Die Kennzahl Sachanlagenintensität gibt lediglich einen Hinweis auf die Flexibilität des Unternehmens, weil beispielsweise viele andere langfristige Investitionen in der Berechnung vernachlässigt werden, zum Beispiel immaterielle Vermögenswerte oder Finanzanlagen.

$$\text{Sachanlagenintensität} = \frac{\text{Sachanlagevermögen}}{\text{Bilanzsumme}} * 100$$

Branchenübergreifend ergeben sich wiederum erhebliche Unterschiede. So haben produzierende Unternehmen bzw. Industrieunternehmen eine sehr viel höhere Sachanlagenintensität als Dienstleistungsunternehmen.

- Die **Abschreibungsquote auf Sachanlagevermögen** ermittelt die prozentuale Höhe der jährlichen Abschreibungen auf Sachanlagen. Sie lässt sich analog für andere abnutzbare Anlagevermögenswerte ermitteln. Aus ihr kann auf die durchschnittliche Nutzungsdauer der betreffenden Vermögenswerte geschlossen werden. Der Kehrwert der Abschreibungsquote ist ein Schätzwert für die Nutzungsdauer.

$$\text{Abschreibungsquote auf Sachanlagen} = \frac{\text{Abschreibungen auf Sachanlagen p.a.}}{\text{Sachanlagen zur AHK}} * 100$$

- Ergänzt wird die Betrachtung durch den **Anlagenabnutzungsgrad**. Der setzt die bisher aufgelaufenen („kumulierten“) Abschreibungen auf Sachanlagen zu den ursprünglichen Anschaffungs- und Herstellungskosten (AHK) dieser Sachanlagen ins Verhältnis. Die Kennzahl gibt somit den bereits abgeschriebenen Anteil des Sachanlagevermögens wieder und stellt damit ein Maß für dessen durchschnittliches Alter dar. Je höher der Anlagenabnutzungsgrad, umso eher sind Ersatzinvestitionen erforderlich, vorausgesetzt, die Produktionskapazitäten sollen mindestens konstant gehalten werden.

$$\text{Anlagenabnutzungsgrad} = \frac{\text{Kum. Abschreibungen}}{\text{Sachanlagen zu AHK}} * 100$$

II.2.6 Produktivität und Beschaffung

Personalkennzahlen beschäftigen sich mit personalwirtschaftlichen Sachverhalten. Insbesondere für Arbeitnehmer sind diese Kennzahlen von Bedeutung und Interesse.¹⁶ Allen Personalkennzahlen ist gemein, dass sie abhängig von Branche und Geschäftsmodell sehr unterschiedlich ausfallen können.

- Die Kennzahl **Umsatzerlöse je Mitarbeiter** setzt die erzielten Umsatzerlöse ins Verhältnis zur durchschnittlichen Beschäftigtenzahl. Verringert sich diese Kennzahl über einen längeren Zeitraum, kann das ein Indiz für sinkende Produktivität, beispielsweise durch Prozessveränderungen, sein.

$$\text{Umsatzerlöse je Mitarbeiter} = \frac{\text{Umsatzerlöse}}{\text{Ø Anzahl Beschäftigte}}$$

- Das **operative Ergebnis (EBIT) je Mitarbeiter** setzt das operative Ergebnis ins Verhältnis zur durchschnittlichen Beschäftigtenzahl. Die Kennzahl ermittelt den Ergebnisbeitrag der je Mitarbeiter im Durchschnitt erwirtschaftet wurde.

$$\text{Operatives Ergebnis (EBIT) je Mitarbeiter} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ø Beschäftigte}}$$

¹⁶ Auch in diesem Bereich können je nach Branche und Datenverfügbarkeit unterschiedliche Analysen sinnvoll und durchführbar sein. Eine Auswahl der gebräuchlichsten haben wir unter Verweis auf die Publikation „Personalkennzahlen“ (Edition der Hans-Böckler-Stiftung Nr. 167) zusammengestellt.

- Die Kennzahl **Wertschöpfung¹⁷ je Mitarbeiter** setzt die Wertschöpfung ins Verhältnis zur durchschnittlichen Beschäftigtenzahl. Auch diese Kennzahl misst die Produktivität je Beschäftigtem, allerdings auf einem detaillierteren Niveau als die Kennzahl Umsatz je Mitarbeiter. Je höher der Wert, desto produktiver ist der einzelne Beschäftigte. Das Problem an dieser Kennzahl: Die Wertschöpfung kann mangels extern verfügbarer Informationen durch den Analytiker oftmals nicht exakt berechnet werden.

$$\text{Wertschöpfung je Mitarbeiter} = \frac{\text{Wertschöpfung}}{\text{Ø Beschäftigte}}$$

- Die **Personal- und Materialaufwandsquoten** geben Aufschluss über die Personal- und Materialintensivität des Geschäftsmodells. Dabei wird der Personal- bzw. Materialaufwand ins Verhältnis zu den Umsätzen gesetzt.

$$\text{Personalaufwandsquote} = \frac{\text{Personalaufwand}}{\text{Umsatzerlöse}}$$

$$\text{Materialaufwandsquote} = \frac{\text{Materialaufwand}}{\text{Umsatzerlöse}}$$

- Das **Lohnniveau** stellt den durchschnittlichen Personalaufwand pro Beschäftigtem dar.

$$\text{Lohnniveau} = \frac{\text{Personalaufwand}}{\text{Ø Beschäftigte}}$$

- Die **durchschnittlichen Löhne und Gehälter der Beschäftigten** geben das durchschnittliche Einkommen wider. Die Kennzahl errechnet sich, indem von den Löhnen und Gehältern (inklusive der sozialen Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und Unterstützung!) die Vorstandsvergütung subtrahiert und durch die durchschnittliche Anzahl an Beschäftigten dividiert wird.

¹⁷ Wertschöpfung bezeichnet die Differenz zwischen vom Unternehmen erbrachten Leistungen und den Vorleistungen. Für eine detaillierte Erläuterung der Wertschöpfung vgl. Kap. II.2.7.2.

$$\text{Löhne u. Gehälter Beschäftigte (Durchschnitt)} = \frac{(\text{Löhne und Gehälter} - \text{Vorstandsverg.})}{\varnothing \text{ Beschäftigte}}$$

- Für die **durchschnittliche Vorstandsvergütung** wird der Aufwand für die Vorstandsvergütung ins Verhältnis zur Anzahl der Vorstände gesetzt.

$$\text{Durchschnittliche Vorstandsvergütung} = \frac{\text{Vorstandsvergütung}}{\text{Anzahl Vorstände}}$$

- Ein Vergleich der durchschnittlichen Vorstandsvergütung mit den durchschnittlichen Löhnen und Gehältern der Beschäftigten gibt Aufschluss darüber, wie viel die Vorstände im Verhältnis zu den Beschäftigten verdienen.

$$\text{Verhältnis Vorstandsverg. zu Löhnen u. Gehältern} = \frac{\text{Vorstandsvergütung}}{\varnothing \text{ Löhne und Gehälter der Beschäftigten}}$$

II.2.7 Weitergehende Analysen

Neben die bisher diskutierten Bestandteile der Kennzahlenanalyse können fallweise und je nach Datenlage weitere Analyseelemente treten, die nachfolgend dargestellt werden.

II.2.7.1 Kapitalmarktorientierte Kennzahlen

Kapitalmarktorientierte Kennzahlen setzen Kapitalmarktdaten zu Rechnungslegungsdaten ins Verhältnis. Diese Kennzahlen berücksichtigen neben den rechnungslegungs-basierten Unternehmensdaten zusätzlich den Marktwert des Unternehmens bzw. den Kurswert der Aktie.

- Eine wichtige Kennzahl im Rahmen der kapitalmarktorientierten Analyse ist das **Ergebnis je Aktie**. Dabei werden das unverwässerte Ergebnis (Basic Earnings Per Share, EPS) und das verwässerte Ergebnis (Diluted EPS) je Aktie unterschieden. Ein Verwässerungseffekt tritt dann ein, wenn ausgegebene Aktienoptionen ausgeübt oder Wandelanleihen in Aktien umgewandelt werden, wodurch die Anzahl der ausstehenden Aktien steigt. Das vorhandene Ergebnis teilt sich dann auf eine größere Aktienanzahl auf.

- Für das **unverwässerte Ergebnis je Aktie** wird der Gewinn ins Verhältnis zur durchschnittlichen Aktienanzahl gesetzt.

$$\text{Ergebnis je Aktie (unverwässert)} = \frac{\text{Auf Stammaktien entfallendes Periodenergebnis}}{\text{Ø Anzahl ausstehender Stammaktien}}$$

- Für die Berechnung des **verwässerten Ergebnisses je Aktie** wird die Ausübung sämtlicher verwässernder Optionen angenommen. Damit werden zusätzlich zu den ausstehenden Aktien auch potenzielle Aktien in Betracht gezogen. Das Ergebnis muss ebenfalls entsprechend angepasst werden. Der Umtausch potenzieller Aktien kann entweder zu einem Wegfallen von (Zins-)Aufwendungen oder aber auch zu einer Entstehung von Erträgen führen.

$$\text{Ergebnis je Aktie (verwässert)} = \frac{\text{Angepasstes auf Stammaktien entfallendes Periodenergebnis}}{\text{Ø Anzahl ausstehender + potenzieller Stammaktien}}$$

- Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** ist ein Maßstab für die Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt. Es ermittelt sich als Quotient aus Aktienkurs und Ergebnis je Aktie und drückt aus, welches Vielfache des Gewinns je Aktie die Aktionäre bereit sind, für eine Aktie des Unternehmens zu bezahlen. Somit ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis ein Indikator dafür, wie lange ein Unternehmen braucht, um mit den Gewinnanteilen pro Aktie das von Investoren investierte Kapital zu erwirtschaften.

$$\text{Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)} = \frac{\text{Jahresendkurs je Aktie}}{\text{Ergebnis je Aktie}}$$

- Der Kehrwert des KGV, also der Quotient aus Ergebnis je Aktie und Aktienkurs, misst die „Verzinsung“ der Investition in eine Aktie in Form des darauf entfallenden Gewinns. Er wird als Gewinnrendite bezeichnet.

$$\text{Gewinnrendite} = \frac{\text{Ergebnis je Aktie}}{\text{Kurs je Aktie}} = \frac{1}{\text{KGV}} * 100$$

- Die geläufigere **Dividendenrendite** ist der Gewinnrendite verwandt. Sie verwendet anstelle des Gewinns aber die tatsächliche Dividendenausschüttung als Renditemaß. Somit wird die Verzinsung des in einer Aktie investierten Kapitals mittels der Dividende errechnet, wobei Kursänderungen ignoriert werden.

$$\text{Dividendenrendite} = \frac{\text{Dividende je Aktie}}{\text{Jahresendkurs je Aktie}} * 100$$

- Die **Ausschüttungsquote** setzt den ausgeschütteten Gewinn (Dividende) zum Gesamtgewinn bzw. -jahresüberschuss ins Verhältnis. Sie gilt als wichtige Größe zur Beurteilung der Dividendenpolitik und hilft, die Angemessenheit der ausbezahlten Dividende im Verhältnis zum Gewinn zu beurteilen.

$$\text{Ausschüttungsquote} = \frac{\text{Dividende}}{\text{Ergebnis nach Steuern}} * 100$$

II.2.7.2 Wertschöpfungsrechnung

Die **Wertschöpfung** kann auf zwei Arten berechnet werden: als Entstehungs- und als Verteilungsrechnung. Bei der Entstehungsrechnung geht es darum, die betriebliche Wertschöpfung zunächst zu beziffern. Die Verteilungsrechnung ermittelt dann die Anteile der wichtigsten an ihr beteiligten Anspruchsgruppen:

- Bei der **Entstehungsrechnung** wird die Wertschöpfung als Differenz von Gesamtleistung (Umsätze zuzüglich sonstiger betrieblicher Erträge) und Inputfaktoren (Materialaufwendungen, Abschreibungen sowie sonstige Vorleistungen) berechnet.
- Die **Verteilungsrechnung** summiert die Anteile an dieser Wertschöpfung, die den jeweiligen Anspruchsgruppen (Stakeholders) des Konzerns zustehen: den Mitarbeitern (Löhne, Gehälter, Sozialabgaben, Aufsichtsratsvergütungen für Vertreter der Anteilseigner und Arbeitnehmer), dem Staat (Steuern und Abgaben), den Aktionären (Gewinn) und den Fremdkapitalgebern (Zinsaufwand).

Beide Wertschöpfungsrechnungen führen daher definitionsgemäß zum gleichen Ergebnis. Die einzelnen Bestandteile dieser beiden Rechnungen sind für den externen Analytiker aus öffentlich verfügbaren Daten oftmals nicht präzise ermittelbar. Abweichung zwischen den beiden Wertschöpfungsrechnungen lassen sich bei eigenständiger Berechnung somit kaum vermeiden.

II.2.7.3 Entwicklung des Ratings

Die **Entwicklung des Ratings** eines Unternehmens bietet Anhaltspunkte, wie die Bonität des analysierten Unternehmens von Kreditgebern eingeschätzt wird. Ein schlechtes Bonitätsurteil kann unter Umständen auf eine künftige Insolvenzgefahr hinweisen. In die Bonitätsbeurteilung der Unternehmen durch die Ratingagenturen gehen neben Daten der Rechnungslegung auch andere interne Kennzahlen ein. Besonders verbreitet unter großen Unternehmen sind die Ratings von Standard & Poors's, Fitch Ratings und Moody's Investor Services.

II.3 Wettbewerbsanalyse

Im Rahmen der Wettbewerbsanalyse wird das zu analysierende Unternehmen durch ein **Benchmarking** mit einem ausgewählten Wettbewerber und/oder einer Durchschnittsbetrachtung der gesamten Branche oder einer Peer-Group verglichen. Die Wettbewerbsanalyse kann fallweise als fakultativer Bestandteil die Bilanzanalyse ergänzen. Sie ist aus zwei Gründen aufwändig:

- Erstens fällt insbesondere bei Unternehmen und Konzernen, die in mehreren Geschäftsbereichen tätig sind, die Auswahl eines optimal geeigneten Vergleichsunternehmens schwer. Wer ist zum Beispiel der Hauptwettbewerber des Siemens-Konzerns? Je nach dem betrachteten Geschäftsbereich wird man zu unterschiedlichen Antworten kommen. Hinzu kommt, dass der Hauptwettbewerber, falls sich einer identifizieren lässt, möglicherweise in einem anderen Land ansässig ist und daher ein anderes Rechnungslegungssystem anwendet. Die Vergleichbarkeit ist hierdurch eingeschränkt.

Will man beispielsweise den Volkswagen-Konzern mit seinem Rivalen Toyota vergleichen, steht ein IFRS-Konzernabschluss (VW) einem nach US-amerikanischen Normen erstellten Konzernabschluss (Toyota) gegenüber.

- Zweitens kann eine gründliche Wettbewerbsanalyse den Aufwand der Bilanzanalyse deutlich erhöhen. Im günstigsten Fall wird der Analytiker einige Kernbereiche der Analyse für den ausgewählten Konkurrenten wiederholen – dieser Aufwand könnte überschaubar sein. Die Ergebnisse der Analyse müssen jedoch nicht nur berechnet, sondern auch interpretiert sowie schriftlich nachvollziehbar und anschaulich niedergelegt werden. Bei einem umfassenden Branchenvergleich steigt dieser Aufwand exponentiell an.

- Drittens sind die Beschaffung und die Verfügbarkeit der relevanten Informationen und Daten des Wettbewerbers oft problematisch.

Sie als Adressat der Bilanzanalyse sollten sich daher fragen, ob Sie auf die Erstellung einer Wettbewerbsanalyse Wert legen. Ist das der Fall, könnten Sie Ihrem Analytiker helfen, indem Sie ihm gegenüber Ihr Interesse spezifizieren und ihm eventuell ein geeignetes Vergleichsunternehmen nennen.

II.4 Trendanalyse

Im Rahmen der Trendanalyse wird die Vergangenheitsanalyse um eine Zukunftsbetrachtung ergänzt. Ergebnis ist ein Plan-Jahresabschluss für das laufende Geschäftsjahr und gegebenenfalls nachfolgende Perioden. Dieser besteht aus Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Plan-Kapitalflussrechnungen.

Der Analytiker legt der Trendanalyse klare und nachvollziehbare Annahmen zugrunde, die er aus der Kennzahlenanalyse des abgelaufenen Jahres und der Vorperioden ableitet. Ihnen, dem Leser, werden diese Annahmen durch transparente Beschreibung und Erläuterung verdeutlicht. Eine solche fundierte und strukturierte Prognose soll Ihnen helfen, die tatsächliche Entwicklung mit der erwarteten Entwicklung Ihres Unternehmens zu vergleichen und eventuelle Abweichungen kritisch mit der Unternehmensleitung zu diskutieren. Folgende Vorgehensweise bietet sich für eine Trendanalyse an:

- Zunächst wird aus den Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen der Fünfjahresübersicht eine Reihe von Kennzahlen abgeleitet, die wesentliche wirtschaftliche Zusammenhänge und Gesetzmäßigkeiten beschreiben (vgl. Kap. II.2).
- Für diese Kennzahlen und die ihnen zugrunde liegenden wirtschaftlichen Zusammenhänge werden dann Annahmen für die nachfolgenden Geschäftsjahre getroffen. Dabei kann im einfachsten Fall eine lineare Fortschreibung erfolgen. Es lassen sich aber auch individuelle Annahmen unterschiedlicher Herkunft, wie etwa Prognosen der Unternehmensleitung, in die Trendanalyse einbeziehen:
 - Lineare Fortschreibung: Hier werden die Plan-Jahresabschlüsse für das laufende und das nächste Geschäftsjahr auf der Grundlage einer Fortschreibung der Vergangenheitswerte prognostiziert. Es wird davon ausgegangen, dass die in der Kennzahlenanalyse ermittelten Größen in den

prognostizierten Jahren jeweils ihre Durchschnittswerte der vergangenen fünf Jahre erreichen. Beispiel: In den letzten fünf Geschäftsjahren ist der Umsatz im Durchschnitt um 2 Prozent gestiegen, so dass wir auch den Plan-Jahresabschlüssen ein erwartetes Umsatzwachstum von 2 Prozent zugrunde legen.

- Prognosen des Managements aus dem geprüften Konzernlagebericht: Im Rahmen des Lageberichts macht die Unternehmensleitung aufgrund gesetzlicher Vorgaben bestimmte Aussagen über die erwartete Entwicklung des Unternehmens. Diese Aussagen können in die Herleitung von Plan-Jahresabschlüssen einfließen.
- Eigene Annahmen des Analytikers: Schließlich kann der Analytiker den Plan-Jahresabschlüssen eigene Annahmen zugrunde legen, die gegebenenfalls von den zuvor diskutierten abweichen. Tut er das, wird er Ihnen diese Annahmen in seiner Analyse offenlegen und kurz begründen, wie er dazu gekommen ist.
- Abschließend werden die sich hieraus ergebenden Kennzahlen als Grundlage für die Erstellung von **Plan-Abschlüssen** für die Folgejahre genutzt.

Ebenso wie Wettbewerbsanalysen sind allerdings auch Trendanalysen aufwändig und setzen zudem eine Reihe von Annahmen voraus, mit denen man übereinstimmen, die man aber auch kritisieren mag. Auch die Trendanalyse ist daher kein Standardelement der Bilanzanalyse, sondern kann fallweise hinzutreten.

Sollten Sie an einer Trendanalyse interessiert sein, dann sollten Sie dem Analytiker helfen, indem Sie mit ihm gemeinsam die angemessenen Annahmen für den Plan-Jahresabschluss diskutieren: Gibt es eventuell schon offizielle Äußerungen der Unternehmensleitung, welches Umsatzwachstum in der näheren Zukunft erwartet wird? Sind Investitionen oder Kapitalmaßnahmen geplant? Sollen Kosten gesenkt werden? Diese Informationen sind für eine aussagekräftige Trendanalyse wichtig. Sie erlauben Ihnen, auf dieser Grundlage kritische Fragen zu stellen, wenn sich negative Planabweichungen ergeben sollten – oder sich zu freuen, wenn die Erwartungen übertroffen werden.

II.5 Fazit der Analyse und mögliche Fragen an die Unternehmensleitung

Neben einem knappen Fazit der wesentlichen Ergebnisse seiner Analyse sollte der Analytiker besonderen Wert darauf legen, Ihnen eine Reihe nützlicher und aufschlussreicher Fragen an die Unternehmensleitung zurechtzulegen, die seine Analyse zutage gefördert hat.

Besprechen Sie mit Ihrem Analytiker im Vorfeld, auf welche Bereiche er diesbezüglich seinen Schwerpunkt legen soll. Nutzen Sie die Möglichkeit, bei ihm nachzufragen. Dieser zentrale Teil einer jeden Bilanzanalyse ist für Sie von besonderer Bedeutung – soll er Ihnen doch helfen, Ihr Mandat kritisch und konstruktiv wahrzunehmen!

Anhang: Übersicht der verwendeten Kennzahlen

Margenanalyse	Berechnung	Interpretation
Bruttomarge	$\frac{\text{Bruttoergebnis}}{\text{Umsatzerlöse}}$	Die Bruttomarge ermittelt den Anteil des Bruttoergebnisses an den Umsatzerlösen, das heißt die Umsatzbestandteile nach Abzug der Kosten der Umsatzerlöse.
EBITDA-Marge	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Umsatzerlöse}}$	Die EBITDA-Marge ermittelt den Anteil des EBITDA, das heißt des operativen Ergebnisses plus Abschreibungen und Amortisation, an den Umsatzerlösen.
EBIT-Marge	$\frac{\text{Operatives Ergebnis (EBIT)}}{\text{Umsatzerlöse}}$	Die EBIT-Marge ermittelt den Anteil des operativen Ergebnisses an den Umsatzerlösen. Dies ist der verbleibende Anteil des Umsatzes nach Abzug aller operativen Kosten.
EBT-Marge	$\frac{\text{Ergebnis vor Steuern (EBT)}}{\text{Umsatzerlöse}}$	Die EBT-Marge ermittelt den Anteil des Ergebnisses vor Steuern an den Umsatzerlösen. Dies ist der verbleibende Anteil des Umsatzes nach Abzug aller operativen und Finanzierungskosten.
Umsatzrendite nach Steuern	$\frac{\text{Ergebnis nach Steuern}}{\text{Umsatzerlöse}}$	Die Umsatzrendite nach Steuern ermittelt den Anteil des Ergebnisses nach Steuern an den Umsatzerlösen und gibt somit Aufschluss über die Höhe des erzielten Ergebnisbeitrags pro erzielten Euro Umsatz.
Rentabilitätsanalyse		
Eigenkapitalrendite	$\frac{\text{Ergebnis nach Steuern}}{\text{Ø Eigenkapital}}$	Die Eigenkapitalrendite betrachtet die Profitabilität des Unternehmens aus Sicht der Eigenkapitalgeber. Sie enthält Informationen darüber, welche Rendite auf das von den Eigenkapitalgebern eingesetzte Kapital erzielt wurde.
Gesamtkapitalrendite	$\frac{\text{Operatives Ergebnis (EBIT)}}{\text{Ø Bilanzsumme}}$	Die Gesamtkapitalrendite gibt Aufschluss über die Effizienz und die Fähigkeit eines Unternehmens, Profite mit seinen Vermögenswerten zu erwirtschaften. Die Renditegröße bezieht sich auf die eingesetzten Mittel aller Kapitalgeber eines Unternehmens und ist unabhängig von der Art der Finanzierung.

Einfache DuPont-Analyse	
Umsatzrendite	Die Umsatzrendite gibt Aufschluss darüber wie gut ein Unternehmen seine Umsätze in Erträge umwandeln kann, das heißt, welcher Ergebnisbeitrag pro erzielten Euro Umsatz generiert wird.
$\frac{\text{Ergebnis nach Steuern}}{\text{Umsatzerlöse}}$	Der Kapitalumschlag gibt an, wie viel Euro Umsatzerlöse mit einem Euro eingesetztem Kapital erzielt werden. Er liefert somit Informationen darüber wie effizient ein Unternehmen seine Vermögenswerte einsetzt, um damit Umsätze zu generieren.
Kapitalumschlag	Der Fremdfinanzierungsgrad I setzt die durchschnittliche Bilanzsumme des Unternehmens ins Verhältnis zum durchschnittlichen Eigenkapital und gibt somit Aufschluss über den fremdfinanzierten Anteil der Vermögenswerte im Unternehmen.
$\frac{\varnothing \text{ Bilanzsumme}}{\varnothing \text{ Eigenkapital}}$	
Fremdfinanzierungsgrad I	
Erweiterte DuPont-Analyse	
Operative Umsatzrendite	Die operative Umsatzrendite setzt das um Ertragsteuern adjustierte operative Nettoergebnis NOI in Relation zu den Umsatzerlösen. Sie gibt zudem Aufschluss über den geleisteten Beitrag jedes generierten Euro Umsatzes zum operativen Nettoergebnis.
$\frac{\text{Operatives Nettoergebnis} * (1 - \text{effektiver Steuersatz})}{\text{Umsatzerlöse}}$	Der operative Kapitalumschlag zeigt die Umsatzerlöse, die pro Euro des operativen Nettovermögens (Differenz aus Bilanzsumme und operativen Schulden) erzielt wurden.
Operativer Kapitalumschlag	Der Fremdfinanzierungsgrad II zeigt das Verhältnis zwischen Finanzschulden NFO (finanzielle Verbindlichkeiten wie Bankkredite oder Anleihen) und Eigenkapital und somit den Anteil der Fremdfinanzierung.
$\frac{\text{Umsatzerlöse}}{\varnothing \text{ Operatives Nettovermögen}}$	
Fremdfinanzierungsgrad II	
$\frac{\varnothing \text{ Nettofinanzschulden}}{\varnothing \text{ Eigenkapital}}$	

Operative Vermögensrendite	$\frac{\text{Operatives Nettoergebnis}}{\varnothing \text{ Operatives Nettovermögen}}$	Die operative Vermögensrendite ist der Quotient aus operativem Nettoergebnis und operativem Nettovermögen. Sie entspricht der Vorsteuerverzinsung des eingesetzten operativen Kapitals bzw der operativen Gesamtkapitalrendite.
Nettofremdfinanzierungskosten	$\frac{\text{Finanzergebnis} * (1 - \text{effektiver Steuersatz})}{\varnothing \text{ Nettofinanzschulden}}$	Die Nettofremdfinanzierungskosten stellen den Kapitalkostensatz für die Nutzung von Fremdkapital dar.Sie ermitteln sich als Quotient aus Finanzierungskosten (hier: Finanzergebnis) und Finanzschulden.
Spread	Operative Vermögensrendite – Nettofremdfinanzierungskosten	Der Spread gibt Aufschluss darüber in welchem Ausmaß die mit dem operativen Vermögen erwirtschaftete Rendite die Kosten des zur Finanzierung notwendigen Fremdkapitals dieser Vermögenswerte übersteigt.
Wertzuwachs	$\varnothing \text{ Operatives Nettovermögen} * \text{Spread}$	Der Wertzuwachs gibt Aufschluss darüber in welchem Maße mit dem operativen Nettovermögen Wert generiert wurde durch Multiplikation des durchschnittlichen operativen Nettovermögens mit dem Spread.

Liquiditätsanalyse		
Liquidität 1. Grades	$\frac{\text{Zahlungsmittel und Wertpapiere des UV}}{\text{Kurzfristige Schulden}}$	<p>Die Liquidität 1. Grades zeigt die Relation der flüssigen Mittel sowie der Wertpapiere des Umlaufvermögens zu den kurzfristigen Schulden auf – und damit die Fähigkeit des Unternehmens, die kurzfristigen Schulden durch Zahlungsmittel und Wertpapiere des Umlaufvermögens zu decken.</p>
Liquidität 2. Grades	$\frac{\text{Zahlungsmittel und Wertpapiere des UV} + \text{Forderungen aus LuL}}{\text{Kurzfristige Schulden}}$	<p>Die Liquidität 2. Grades zeigt die die Fähigkeit des Unternehmens, die kurzfristigen Schulden durch Zahlungsmittel, Wertpapiere des Umlaufvermögens und Forderungen aus LuL zu decken. Für die Liquidität 2. Grades wird dabei angenommen, dass Forderungen aus Lieferungen und Leistungen kurzfristig in liquide Mittel umgewandelt werden können.</p>
Liquidität 3. Grades	$\frac{\text{Umlaufvermögen}}{\text{Kurzfristige Schulden}}$	<p>Die Liquidität 3. Grades zeigt, in welchem Umfang die kurzfristigen Schulden durch das Umlaufvermögen gedeckt sind. Zugrunde liegende Annahme ist, dass das Umlaufvermögen rechtzeitig liquidiert werden kann, um die Schulden ihrer Fristigkeit entsprechend zu tilgen.</p>
Zinsdeckung	$\frac{\text{EBIT bzw. EBITDA}}{\text{Finanzergebnis}}$	<p>Die Zinsdeckung gibt Aufschluss über die Fähigkeit des Unternehmens, das um operative Bestandteile bereinigte (negative) Finanzergebnis aus dem operativen Ergebnis zu decken.</p>
Dynamischer Verschuldungsgrad	$\frac{\text{Effektivverschuldung}}{\text{Operativer Cashflow – Abschreibungen}}$	<p>Der dynamische Verschuldungsgrad gibt Aufschluss darüber wie lange (in Jahren) das Unternehmen benötigt, um aus dem operativen Cashflow abzüglich der Abschreibungen seine effektiven Schulden zurückzahlen, vorausgesetzt dieser Cashflow würde ausschließlich zur Schuldentilgung herangezogen werden. Die Subtraktion der Abschreibungen reflektiert dabei Erhaltungsinvestitionen.</p>

Working-Capital-Analyse	
Kundenziel	<p>Das Kundenziel gibt Aufschlüsse über die Zahlungsmodalitäten der Kunden des Unternehmens. Die Kennzahl gibt an, wie schnell (in Tagen) Kunden durchschnittlich ihre Forderungen begleichen. Die Kennzahl gibt Informationen darüber wie schnell Forderungen in Zahlungseingänge umgewandelt werden.</p> $\frac{\varnothing \text{ Forderungen aus LuL}}{\text{Umsatzerlöse}} * 365$
Umschlagdauer der Vorräte	<p>Die durchschnittliche Umschlagsdauer der Vorräte zeigt, wie lange die Vorräte durchschnittlich im Unternehmen verbleiben. Die Kennzahl ist ein Indikator dafür wie effizient ein Unternehmen seine Vorräte verwaltet und darin zusätzliche finanzielle Mittel bindet.</p> $\frac{\varnothing \text{ Vorräte}}{\text{Herstellungskosten des Umsatzes}} * 365$
Lieferantenziel	<p>Das Lieferantenziel gibt Informationen darüber wie schnell das Unternehmen seine Verbindlichkeiten begleicht. Durch eine verzögerte Rückzahlung der Verbindlichkeiten können gegebenenfalls günstig zusätzliche liquide Mittel generiert werden.</p> $\frac{\varnothing \text{ Verbindlichkeiten aus LuL}}{\text{Herstellungskosten des Umsatzes} + \text{Veränderung der Vorräte}} * 365$
Kapitalbindung (Cash Conversion Cycle)	<p>Der Cash Conversion Cycle (CCC) gibt an, wie lange ein Unternehmen durchschnittlich benötigt um die zum Kauf von Rohstoffen / Waren eingesetzten liquiden Mittel durch den Verkauf seiner Waren / Dienstleistungen zurückzugewinnen.</p> <p>Kundenziel + Umschlagsdauer der Vorräte – Lieferantenziel</p>
Operative Umschlagsdauer	<p>Die operative Umschlagsdauer zeigt, wie lange ein Unternehmen durchschnittlich vom Beginn der Produktion bis zum „Eintreiben“ der Forderungen und somit zur „Zurückgewinnung“ seiner liquiden Mittel benötigt.</p> <p>Kundenziel + Umschlagsdauer der Vorräte</p>

Kapitalstrukturkennzahlen		
Verschuldungsgrad	$\frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Eigenkapital}}$	Der Verschuldungsgrad setzt das gesamte Fremdkapital eines Unternehmens ins Verhältnis zum Eigenkapital. Der Verschuldungsgrad gibt Aufschluss über die Finanzierungsstruktur.
Fremdkapitalquote	$\frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Bilanzsumme}}$	Bei dieser Kennzahl wird das gesamte Fremdkapital eines Unternehmens nicht in Relation zum Eigenkapital betrachtet, wie es bei dem Verschuldungsgrad der Fall ist, sondern in Relation zum Gesamtkapital. Die Kennzahl ermöglicht eine Aussage über das Kapitalrisiko und die Kreditwürdigkeit des Unternehmens.
Eigenkapitalquote	$\frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Bilanzsumme}}$	Bei dieser Kennzahl wird das Eigenkapital eines Unternehmens in Relation zum Gesamtkapital gesetzt. Die Kennzahl ermöglicht eine Aussage über die finanzielle Stabilität und die Unabhängigkeit des Unternehmens von Gläubigern.
Vermögensstrukturkennzahlen		
Sachanlagenintensität	$\frac{\text{Sachanlagevermögen}}{\text{Bilanzsumme}} * 100$	Intensitätskennzahlen setzen Positionen der Aktivseite ins Verhältnis zur gesamten Bilanzsumme. Exemplarisch wird die Berechnung für das Sachanlagevermögen dargestellt. Die Kennzahl gibt einen Hinweis auf die Flexibilität des Unternehmens, da Sachanlagen langfristige Investitionen darstellen und schwer zu liquidieren sind.
Abschreibungsquote	$\frac{\text{Abschreibungen auf Sachanlagen p. a.}}{\text{Sachanlagen zu AHK}} * 100$	Die Abschreibungsquote auf Sachanlagenvermögen zeigt den Anteil der jährlichen Abschreibungen auf Sachanlagen. Sie ermöglicht Rückschlüsse auf die durchschnittliche Nutzungsdauer des Sachanlagevermögens.
Abschreibungsgrad	$\frac{\text{Kumulierte Abschreibungen}}{\text{Sachanlagen zu AHK}} * 100$	Der Abschreibungsgrad zeigt, wie hoch der Anteil des Anlagevermögens ist, der bereits abgeschrieben wurde. Die Kennzahl erlaubt Rückschlüsse auf einen möglichen Investitionsstau.

Produktivität und Beschaffung		
Umsatzerlöse je Mitarbeiter	$\frac{\text{Umsatzerlöse}}{\varnothing \text{ Beschäftigte}}$	Die Kennzahl zeigt die Umsatzerlöse, die jeder Beschäftigte durchschnittlich erwirtschaftet hat. Sie ist somit ein (grober) Indikator für die Produktivität pro Beschäftigten.
Personalaufwandsquote	$\frac{\text{Personalaufwand}}{\text{Umsatzerlöse}}$	Die Personalaufwandsquote gibt Aufschluss über die Personalintensität des Geschäftsmodells.
Lohnniveau	$\frac{\text{Personalaufwand}}{\varnothing \text{ Beschäftigte}}$	Der durchschnittliche Personalaufwand pro Beschäftigten erlaubt Rückschlüsse auf das Lohnniveau des Unternehmens.
Operatives Ergebnis je Mitarbeiter	$\frac{\text{Operatives Ergebnis (EBIT)}}{\varnothing \text{ Beschäftigte}}$	Das operative Ergebnis (EBIT) pro Mitarbeiter ermittelt den durchschnittlich erwirtschafteten Ergebnisanteil pro Mitarbeiter.
Wertschöpfung je Mitarbeiter	$\frac{\text{Wertschöpfung}}{\varnothing \text{ Beschäftigte}}$	Die Wertschöpfung (Differenz aus Gesamtleistung und Inputfaktoren) pro Mitarbeiter zeigt den durchschnittlichen rechnerisch geleisteten Wertbeitrag jedes Mitarbeiters. Sie ist somit ein präziserer Produktivitätsindikator als die Umsatzerlöse pro Mitarbeiter.
Löhne und Gehälter-Beschäftigte (Durchschnitt)	$\frac{\text{Löhne und Gehälter} - \text{Vorstandsvergütung}}{\varnothing \text{ Beschäftigte}}$	Die Kennzahl zeigt die durchschnittlichen Löhne und Gehälter der Beschäftigten.
Durchschnittliche Vorstandsvergütung	$\frac{\text{Vorstandsvergütung}}{\text{Anzahl Vorstände}}$	Die Vorstandsvergütung stellt die durchschnittliche Vergütung pro Vorstandsmitglied dar.
Verhältnis Vorstandsvergütung zu Löhnen und Gehältern	$\frac{\text{Vorstandsvergütung}}{\varnothing \text{ Löhne und Gehälter-Beschäftigte}}$	Das Verhältnis der durchschnittlichen Vorstandsvergütung zu den durchschnittlichen Löhnen und Gehältern der Beschäftigten gibt Aufschluss über die Frage: Das Wievielfache verdient der Vorstand im Verhältnis zu den Beschäftigten?
Anteil Beschäftigte Inland	$\frac{\text{Anzahl Beschäftigte Inland}}{\varnothing \text{ Beschäftigte}}$	Das Verhältnis der Beschäftigten im Inland zu der durchschnittlichen Anzahl Beschäftigten.

Kapitalmarktorientierte Kennzahlen		
Ergebnis je Aktie (unverwässert)	$\frac{\text{Auf Stammaktien entfallendes Periodenergebnis}}{\varnothing \text{ Anzahl ausstehender Stammaktien}}$	Das unverwässerte Ergebnis je Aktie (Basic EPS) ermittelt das anteilige Ergebnis pro ausstehender Stammaktie.
Ergebnis je Aktie (verwässert)	$\frac{\text{Angepasstes auf Stammaktien entfallendes Periodenergebnis}}{\varnothing \text{ Anzahl ausstehender + potenzieller Stammaktien}}$	Das verwässerte Ergebnis je Aktie (Diluted EPS) bezieht zusätzlich zu den ausstehenden Stammaktien auch potenzielle Stammaktien ein. Das Ergebnis muss – den potenziellen Stammaktien geschuldet – ebenfalls entsprechend angepasst werden. Das heißt Umwandlungseffekte auf das Ergebnis beispielsweise von Aktienoptionen müssen berücksichtigt werden.
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ¹⁸	$\frac{\text{Jahresendkurs je Aktie}}{\text{Ergebnis je Aktie}}$	Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist eine Kennzahl, die zur Beurteilung des Aktienwertes und der zukünftigen Entwicklung der Aktie verwendet wird. Sie lässt Rückschlüsse auf die Ertragskraft des Unternehmens zu.
Dividendenrendite ¹⁹	$\frac{\text{Dividende je Aktie}}{\text{Jahresendkurs je Aktie}} * 100$	Eine Variante des KGV ist die Dividendenrendite, die anstelle des gesamten Gewinns die tatsächliche Dividendenausschüttung verwendet. Sie zeigt somit die in Form der Dividende erzielte Verzinsung des investierten Kapitals.
Ausschüttungsquote	$\frac{\text{Dividende}}{\text{Ergebnis nach Steuern}} * 100$	Die Ausschüttungsquote gibt Aufschluss darüber, welcher Anteil des Ergebnisses nach Steuern an die Anteilseigner

¹⁸ Berechnung kann für Stamm- bzw. Vorzugsaktien erfolgen.

¹⁹ Berechnung kann für Stamm- bzw. Vorzugsaktien erfolgen.

Teil 2:
Beispiel einer Jahresabschlussanalyse
(Volkswagen AG, Konzernabschluss 2010)

1 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse (Executive Summary)

Der Volkswagen-Konzern (VW) operiert in einem spannenden Umfeld. Die zurzeit weltweit starke Nachfrage nach Automobilen trieb 2010 Umsatz und Ergebnis in Rekordhöhen. Fraglich ist allerdings, wie nachhaltig diese Entwicklung ist, die stark durch das rasante Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern getrieben wird.

Datenbasis und -aufbereitung (Kap. 3): Die vorliegende Analyse basiert auf dem Geschäftsbericht des Volkswagen-Konzerns für das Geschäftsjahr 2010. Der Konzernabschluss ist nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellt. Zur besseren Nachvollziehbarkeit und Vergleichbarkeit wurden Konzern-Bilanz und -GuV hier als verkürzter Strukturabschluss aufbereitet. Bereinigungen wegen Änderungen der Konzernstruktur oder anderer Einmaleffekte, etwa aus der Anwendung neuer Rechnungslegungsstandards, waren 2010 nicht erforderlich. Nichtbeherrschende Minderheitsaktionäre von Tochterunternehmen werden in der Analyse wie Fremdkapitalgeber behandelt. Eine Untersuchung der angewandten Bilanzierungsmethoden und -annahmen – unter anderem bei der Erfassung von Investitionen im Bereich Forschung und Entwicklung (F&E) – zeigt, dass VW Ergebnis und Eigenkapital 2010 tendenziell niedrig ausweist. Gegen diese „vorsichtige“ Art der Bilanzierung ist wenig einzuwenden – solange die somit gelegten stillen Reserven nicht in den Folgejahren schleichend wieder aufgelöst werden, um Negativentwicklungen zu verschleiern.

Kennzahlenanalyse (Kap. 4): VW erlebte 2010 ein Rekordjahr. Die Rentabilität konnte deutlich stärker als erwartet gesteigert werden; der Konzern verdiente über den gegebenen Kapitalkosten. Die Beschäftigten partizipieren davon jedoch nur unterproportional. Die Eigenkapitalbasis wurde gestärkt, aber die Verschuldung ist nach wie vor hoch. Dies birgt Chancen, kann aber in schlechteren Zeiten problematisch sein, was sich auch in den guten, aber für die weitere Entwicklung skeptischen Ratings zeigt. Die Liquiditätsreserven sind stabil hoch. Das überalterte Anlagevermögen und ein prognostiziertes Umsatzwachstum lassen jedoch für die nächsten Jahre einen hohen Investitionsbedarf erwarten, der finanziert werden will.

Wettbewerbsanalyse (Kap. 5): Im Vergleich zu Daimler steht VW, obwohl als Vollsortimenter traditionell weniger margenstark, gut da. Der Konzern droht jedoch unübersichtlich zu werden und muss noch stärker auf seine Kostenstruktur achten. Auch in der Vermögens- und Kapitalstruktur gibt es leichte Unterschiede.

Trendanalyse (Kap. 6): Bei linearer Trendfortschreibung ist unter vorsichtigen Annahmen ein steigender Umsatz bei leicht sinkendem Ergebnis sowie geringfügig ansteigendem (adj.) EBIT (Adjusted Earnings Before Interest and Taxes) zu erwarten. Die Umsatzsteigerung erfordert eine Ausweitung der Kapazitäten an immateriellem Vermögen und Sachanlagen, was zukünftig stärker negative Cash-flows aus Investitionstätigkeit impliziert. Hierzu sind bei stabiler Kapitalstruktur zusätzliche Fremdkapitalaufnahmen nötig.

2 Unternehmen und Umfeld

Der Volkswagen-Konzern 2010: VW ist einer der größten Automobilproduzenten Europas und weltweit einer der führenden Automobilhersteller, mit einem Weltmarktanteil im Bereich Pkw von 11,4 % (Vorjahr: 11,2 %). VW setzt sich aus zwei Segmenten zusammen: Automobile und Finanzdienstleistungen. Im Jahr 2010 konnte der Umsatz auf 126.875 Mio. € gesteigert werden (Vorjahr: 105.187 Mio. €). Der Bereich Automobile hatte daran einen Umsatzanteil in Höhe von 112.806 Mio. €, der Bereich Finanzdienstleistungen einen Umsatzanteil von 14.069 Mio. €. Im Geschäftsjahr wurden erstmalig mehr als 7,2 Mio. Fahrzeuge ausgeliefert (Vorjahr: 6,3 Mio. Fahrzeuge). Das Geschäftsjahr 2010 war für den VW-Konzern damit das erfolgreichste der Unternehmensgeschichte.

Konjunktur und Branche: Die von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise getroffene Weltwirtschaft konnte sich durch staatliche Konjunkturprogramme sowie durch eine expansive Geldpolitik der Notenbanken im Jahr 2010 wieder erholen. Insbesondere die Schwellenländer Asiens und Südamerikas kehrten schnell auf den Wachstumspfad zurück und stützten damit die weltweite Konjunktur. Dadurch konnte der weltweite Absatz 2010 deutlich gesteigert werden: für Pkws auf 63,6 Mio. Fahrzeuge (Vorjahr: 51,2 Mio. Fahrzeuge), für Nutzfahrzeuge auf 14,2 Mio. Fahrzeuge (Vorjahr: 10,8 Mio. Fahrzeuge).²⁰ Deutschland als exportstarkes Land konnte von diesem Aufschwung besonders profitieren.

Wettbewerber: Einer der Hauptwettbewerber von VW ist der Daimler-Konzern. Er ist einer der größten Anbieter von Premium-Pkws und der weltweit größte Nutzfahrzeug-Hersteller. Der Daimler-Konzern erwirtschaftete im Jahr 2010 einen Umsatz in Höhe von 97.761 Mio. € (Vorjahr: 78.924 €) und setzte 1,9 Mio. Fahrzeuge ab (Vorjahr: 1,6). Der Daimler-Konzern umfasst ähnlich wie VW verschiedene Geschäftsfelder: Mercedes-Benz Cars, Daimler Trucks, Mercedes-Benz Vans, Daimler Buses und Daimler Financial Services. Innerhalb dieser Geschäftsfelder werden verschiedene Fahrzeugsegmente wie Pkws, Nutzfahrzeuge, LKWs und Busse entwickelt, produziert, vertrieben sowie entsprechende Ersatzteile und Zubehör verkauft. Somit umfasst der Produktmix des Daimler-Konzerns sehr ähnliche und breit gefächerte Fahrzeugsegmente wie VW. Der Bereich Financial

20 Siehe Verband der Automobilindustrie: <http://www.vda.de/de/zahlen/index.html>.

Services umfasst, ähnlich wie der äquivalente Bereich von VW, Finanzdienstleistungen wie Finanzierungen, Leasing, Versicherungen und das Flottenmanagement. International konkurriert VW primär mit Toyota und General Motors und hat sich zum Ziel gesteckt, diese Wettbewerber bis 2018 als größte Automobilproduzenten der Welt zu überflügeln.

3 Datenbasis

Der vorliegenden Analyse liegt als wesentliche Informationsquelle der VW-Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2010 zugrunde (Abschlussstichtag: 31.12.2010). Innerhalb des Geschäftsberichts kommen dem nach dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB) aufgestellten Konzernlagebericht sowie dem nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) aufgestellten Konzernabschluss eine wesentliche Bedeutung bei der Analyse zu.

Der **Bestätigungsvermerk** des Konzernabschlussprüfers ist ohne Einschränkungen. Der Konzernabschluss von VW entspricht somit den in der EU anzuwendenden IFRS sowie den gemäß § 315a Abs. 1 HGB anzuwendenden Vorschriften. VW wird unverändert von PricewaterhouseCoopers (PwC) geprüft. PwC gehört zu den weltweit fünf größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften.

In diesem Kapitel werden wesentliche bilanzanalytische Anpassungen (Kap. 3.1) und Vereinfachungen (Kap. 3.2) erläutert. Mit deren Hilfe wurden die berichteten Ist-Zahlen von VW 2009 und 2010 transformiert in den verkürzten Strukturabschluss, welcher der weiteren Analyse zugrunde liegt.

3.1 Bilanzanalytische Anpassungen

3.1.1 Messfehler und Verzerrungen

Es lohnt sich, die nachfolgend aufgeführten Analysebereiche im Konzernabschluss von VW genauer zu betrachten. Hierzu werden die wesentlichen Analyseergebnisse jeweils erläutert. In der weiteren Analyse wird jedoch von einer Korrektur der Ist-Zahlen abgesehen. Dennoch sollte der Leser die hier diskutierten Themen im Hinterkopf behalten und gegebenenfalls kritisch hinterfragen. Sie werden im abschließenden Kapitel 7 zusammengefasst.

- **Operating-Leasing:** VW nutzt in erheblichem Umfang geleastes Vermögen. Sofern hier sogenannte Operating-Leasingverträge vorliegen, wird dieses Vermögen nicht in der VW-Konzernbilanz erfasst. Allein die Leasingaufwendungen erscheinen in der Konzern-GuV (2010: 630 Mio. €; Vorjahr: 545 Mio. €). Auch die Verpflichtung, aufgrund der bestehenden Verträge künftig Leasingzahlungen zu leisten, taucht in der Bilanz nicht als Verbindlichkeit auf. Deshalb werden Kapitalstruktur- sowie Renditekennzahlen „zu positiv“ ausgewiesen. Diesen Effekt zahlenmäßig zu ermitteln, ist jedoch schwierig. Fest-

zuhalten bleibt hier lediglich, dass Teile der Aktiva und Passiva außerhalb der VW-Konzernbilanz existieren. Dies ist zu beachten, wenn sich der Anteil des über Operating-Leasing genutzten Vermögens im Zeitablauf ändert oder bei Vergleichsunternehmen deutlich abweicht. In der Leasingbilanzierung nach IFRS zeichnen sich Neuerungen ab, die möglicherweise zu einem Verschwinden der Vorteile von Leasingfinanzierungen führen werden. Unklar ist derzeit: Wie stark rechnet VW als großer Anbieter von Leasingfinanzierungen mit einer reduzierten Nachfrage? Welche Auswirkungen könnte dies haben?

- **Forschung und Entwicklung (F&E):** VW gehörte 2010 mit F&E-Investitionen von 6.257 Mio. € (Vorjahr: 5.790 Mio. €) weltweit zu den innovativsten Unternehmen. Die IFRS gewähren einen gewissen Spielraum hinsichtlich der Fragen: Welcher Anteil der F&E-Investitionen wird im laufenden Jahr gewinnmindernd in der GuV erfasst? Welcher Anteil wird als immaterieller Vermögenswert in der Bilanz „aktiviert“? Der aktivierte Anteil wird als **F&E-Aktivierungsquote** bezeichnet. Die Aktivierungsquote ist ermessensbehaftet und kann als bilanzpolitisches Instrument interpretiert werden: Je niedriger sie gewählt wird, desto stärker belastet das Unternehmen mit seinen F&E-Investitionen den Gewinn des aktuellen Jahres. Die Aktivierungsquote von VW war 2010 mit 26,6 % deutlich niedriger als im Vorjahr (33,6 %). Sie lag beispielsweise auch unter denen von BMW mit 34,3 % (Vorjahr: 44,4 %) und Daimler mit 28,3 % (Vorjahr: 30,7 %). VW rechnet sich somit mithilfe der F&E-Aktivierungsquote tendenziell „ärmer“ als die Wettbewerber.

Die durchschnittliche Aktivierungsquote der Jahre 2006 bis 2009 beträgt bei VW 33,4 %. Bei dieser Aktivierungsquote hätten sich Gewinn, Eigenkapital- und Gesamtkapitalrendite von VW 2010 wie folgt entwickelt:

in Mio. €	F&E-Investition	Aktivierungsquote	F&E-Kosten	Erhöhung Eigenkapital	Erhöhung Bilanzsumme	EK-Rendite (vor Steuern)	GK-Rendite (vor Steuern)
Ist-Werte	6.257	26,6 %	4.593	1.664	1.664	22,1 %	4,8 %
Anpassung	6.257	33,4 %	4.168	2.089	2.089	22,9 %	5,0 %

- **Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien:** VW bilanzierte 2010 sogenannte als Finanzinvestition gehaltene Immobilien zu fortgeführten Anschaffungskosten von 252 Mio. € (Vorjahr: 216 Mio. €). Alternativ wäre ein Aus-

weis zu aktuellen Fair Values von 517 Mio. € (Vorjahr: 475 Mio. €) erlaubt gewesen. Bei Ausweis zum Fair Value wären Gewinn, Eigenkapital- und Gesamtkapitalrendite 2010 leicht höher ausgefallen.

- **Pensionsrückstellungen:** Die Pensionsrückstellungen von VW haben sich 2010 um 1.496 Mio. € (10,7 %) auf 15.432 Mio. € erhöht. In die Bewertung gehen verschiedene versicherungsmathematische Annahmen ein, die sich gegenüber 2009 verändert haben. In der Tendenz führten diese Annahmeänderungen zu einer steigenden Pensionsrückstellung und damit zu einer Eigenkapitalminderung. Diese Annahmen und ihre Veränderungen im Zeitablauf erscheinen im Wettbewerbsvergleich plausibel. So liegt VW etwa mit seinem Diskontierungszins von 4,9 % am oberen Rand der in der Literatur diskutierten Spanne. Für eine bilanzpolitische Nutzung gibt es keine auffälligen Hinweise.

Zusammenfassend ist Folgendes festzuhalten: Eine eingehende Analyse wichtiger Bilanzpositionen zeigt: Ergebnis und Eigenkapital wurden 2010 von VW tendenziell niedrig ausgewiesen, nicht zuletzt durch die Wahrnehmung von Wahlrechten und Ermessensspielräumen. Bei anderen Annahmen und Wahlrechtsausübungen hätten wesentliche Kennzahlen positiver ausfallen können. Diese „vorsichtige“ Bilanzierung ist an sich nicht zu beanstanden. Es ist jedoch darauf hinzuweisen: Hierdurch werden stille Reserven gelegt, die zukünftig in schwierigeren Zeiten stillschweigend wieder aufgelöst werden können, um dann ein positiveres bilanzielles Bild zu zeichnen, als es die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung rechtfertigen würde. Auf diese gegenläufigen Effekte ist in den Folgejahren besonders zu achten.

3.1.2 Strukturbrüche und sonstige Anpassungen

Der **Konsolidierungskreis** von VW hat sich im Jahr 2010 geringfügig geändert. Neu hinzugekommene vollkonsolidierte Tochtergesellschaften sind Anteile an der MAHAG GmbH sowie an der Italdesign Giugiaro S.p.A. Die Einbeziehung dieser Gesellschaften führte zu einer geringfügigen Erhöhung des Umsatzes um 609 Mio. €. Im Rahmen der Beteiligungen an assoziierten Unternehmen erwarb VW Anteile an der Suzuki Motor Corporation. Diese Erweiterungen beeinträchtigen in geringem Ausmaß die Vergleichbarkeit des Abschlusses 2010 mit den Vorjahren.

Einmaleffekte im Jahr 2010 durch die Anwendung neuer Rechnungslegungsstandards wirkten sich nicht wesentlich auf die Darstellung im Konzernabschluss aus. Ein Effekt, der im Vorjahr in geringerem Maße auftrat als 2010, betrifft das Übrige Finanzergebnis. Es hat sich gegenüber 2009 deutlich erhöht. Dies resultiert ins-

besondere aus gesteigerten Erträgen aus der Fair-Value-Bewertung von Put- und Call-Optionen auf Anteile an der Porsche Zwischenholding GmbH.

Die Anteile von nichtbeherrschenden **Minderheitsaktionären** an Konzern-eigenkapital bzw. -ergebnis werden in dieser Analyse wie Fremdkapital bzw. Zinsaufwand behandelt.

3.2 Verkürzter Strukturabschluss

Zur besseren Nachvollziehbarkeit basiert die vorliegende Analyse auf einem verkürzten Strukturabschluss. Zu diesem Zweck wurden die zahlreichen Positionen der VW-Konzernbilanz und -GuV vereinfacht und zusammengefasst. Anschließend wurden alle Positionen der verkürzten Bilanz in Prozent der Bilanzsumme standardisiert. Analog wurden die Positionen der verkürzten GuV in Prozent der Umsatzerlöse ausgedrückt. Im Rahmen der Zusammenfassungen und Umgliederungen wurde das Ergebnis aus At-Equity-bewerteten Anteilen, das VW als Finanzergebnis ausgewiesen hat, als operatives Ergebnis umgegliedert. Die Ergebnisanteile wurden aus der operativen Tätigkeit nicht vollkonsolidierter Gemeinschaftsunternehmen generiert. Aus diesem Grund werden sie in der folgenden Analyse als operative Ergebnisbestandteile betrachtet.

Zusätzlich besteht eine Spalte Veränderung 2009/2010. Darin wird die prozentuale Veränderung der einzelnen Bilanz- und GuV-Positionen gegenüber dem Vorjahr berechnet. Der resultierende verkürzte Strukturabschluss ist in Anhang A wiedergegeben.²¹ Er wird nachfolgend kurz beschrieben. Eine detaillierte Analyse folgt in Kapitel 4.

- **Struktur-Konzern-GuV:** VW hat ein erfolgreiches Jahr 2010 hinter sich. Umsatz und alle wesentlichen Ergebnisgrößen konnten gegenüber 2009 deutlich gesteigert werden. Dabei fiel die Steigerung des Gewinns dank einer sogenannten Fixkostendegression im operativen Bereich deutlich überproportional aus. Einen hohen Beitrag leisteten insbesondere die chinesischen Gemeinschaftsunternehmen sowie Derivate auf Porsche-Anteile.
- **Aktivseite der Struktur-Konzernbilanz:** Hier wird deutlich, dass VW in den beiden Konzernbereichen Automobil und Finanzdienstleistungen tätig ist. Die Forderungen aus Finanzdienstleistungen haben sowohl 2010 als auch 2009

21 Dort ist auch die Überleitung der Original-Konzernbilanz und -GuV in ihre verkürzten Äquivalente detailliert dargestellt, um dem Leser bei Bedarf den Abgleich mit eigenen Berechnungen auf Basis der Originalwerte zu ermöglichen.

einen hohen Anteil an der Bilanzsumme. Auffällig ist auch der hohe Bestand an liquiden Mitteln, der auf eine gut gefüllte „Kriegskasse“ hindeutet. Als innovatives, produzierendes Unternehmen hat VW im Automobilbereich einen hohen Anteil an immateriellen Vermögenswerten und Sachanlagen. Beide sind 2010 gegenüber 2009 absolut angestiegen, in ihrer relativen Bedeutung jedoch leicht gesunken. Im Umlaufvermögen entwickeln sich die Forderungen und Vorräte weitgehend analog zu den gesteigerten Umsatzerlösen.

- **Passivseite der Struktur-Konzernbilanz:** Hier zeigt sich, dass VW zu 77 % mit Fremdkapital und zu 23 % mit Eigenkapital finanziert ist. Der Verschuldungsgrad ist etwas höher als bei Wettbewerbern, wurde aber 2010 dank einer Eigenkapitalerhöhung und sprudelnder Gewinne unter anderem durch Rückführung langfristiger Finanzschulden leicht gesenkt.
- **Veränderung 2009 gegenüber 2010:** Beim Vergleich des Jahres 2010 mit dem Vorjahr 2009 wird deutlich, dass VW seine Bilanz- und GuV-Positionen deutlich verbessert hat.

4 Kennzahlenanalyse

4.1 Rentabilitätsanalyse

4.1.1 Umsatz, Absatz und Marktanteile

VW konnte 2010 seine **Umsatzerlöse** um 20,62 % auf 126.875 Mio. € steigern (Vorjahr: 105.187 Mio. €). Den Hauptbeitrag zum Umsatz steuerte mit 112.806 Mio. € der Bereich Automobile bei – eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr (93.041 Mio. €) um 21,24 %. Im Bereich Finanzdienstleistungen wurde ein Umsatz von 14.069 Mio. € (Vorjahr: 12.146 Mio. €) erwirtschaftet, was einer Steigerung um 15,83 % entspricht. Mit diesen Umsatzzahlen übererfüllte VW seine eigenen Prognosen aus dem Vorjahr weit: Anfang 2010 hatte man das Ziel formuliert, den Umsatz des Vorjahres (105.187 Mio. €) zu übertreffen.

Abb. 12: Struktur-GuV von VW 2010 und Veränderungen (eigene Darstellung)

Verkürzte Konzern-GuV (in Mio. €)	2010	2009	Veränderung 2009/2010 prozentual
Umsatzerlöse	126.875	105.187	20,62 %
Herstellungskosten des Umsatzes	-105.431	-91.608	-15,09 %
Bruttoergebnis	21.444	13.579	57,92 %
Vertriebskosten	-12.213	-10.537	-15,91 %
Verwaltungskosten	-3.287	-2.739	-20,01 %
Sonstige operative Aufwendungen/Erträge	3.142	2.253	39,46 %
Adj. operatives Ergebnis (EBIT)	9.086	2.556	255,48 %
Finanzierungsaufwendungen	-2.144	-2.268	5,47 %
Übriges Finanzergebnis	2.053	972	111,21 %
Adj. Finanzergebnis	-91	-1.296	92,98 %
Ergebnis vor Steuern (EBT)	8.995	1.260	613,89 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1.767	-349	-406,30 %
Ergebnis nach Steuern (Konzern)	7.228	911	693,41 %
Minderheitenanteile am Konzernergebnis	-392	49	-900,00 %
Ergebnis nach Steuern (VW AG)	6.836	960	612,08 %

Die Umsatzsteigerung ist zum einen auf Volumeneffekte zurückzuführen. So wurden im Jahr 2010 erstmals mehr als 7,2 Mio. Fahrzeuge ausgeliefert, was einer Erhöhung von 13,68 % gegenüber dem Jahr 2009 entspricht (6,3 Mio. Fahrzeuge). Davon stammen 63.712 Fahrzeuge (Vorjahr: 43.443) aus dem Bereich schwere Nutzfahrzeuge (Scania). Während für den deutschen Markt ein Rückgang der abgesetzten Menge von 16,68 % zu verzeichnen ist, konnte der Absatz in den anderen europäischen und außereuropäischen Kernmärkten deutlich gesteigert werden. Der Rückgang im deutschen Markt ist primär verursacht durch das Auslaufen der staatlichen Umweltprämie („Abwrackprämie“), die 2009 den Pkw-Absatz entgegen dem wirtschaftlichen Trend stark begünstigt hatte.

Die höchsten Wachstumsraten wurden in der Türkei (78,10 %) und in China (37,42 %) erzielt, wobei der Absatzmarkt China mit den hohen absoluten Stückzahlen (1.924 Tausend; Vorjahr: 1.400 Tausend), die 26,72 % des Konzernabsatzes insgesamt ausmachen, besonders bedeutend ist. Auch die einzelnen Marken von VW konnten – bis auf Bugatti und Lamborghini – ihre Auslieferungszahlen zum Teil deutlich steigern. An der Spitze liegen hier die Nutzfahrzeugbereiche Scania (46,67 %) und VW Nutzfahrzeuge (20,49 %) sowie Audi (15,02 %).

Wie die Wachstumsraten zeigen, entwickelten sich die Absatzzahlen 2010 (+13,68 %) unterproportional zu den Umsatzerlösen in Euro (+20,62 %), so dass Letztere zusätzlich durch Preis- und Wechselkurseffekte getrieben werden.²²

Der weltweite **Marktanteil** von VW konnte 2010 leicht auf 11,4 % gesteigert werden (Vorjahr: 11,2 %). Jedoch ergeben sich regionale Unterschiede: In Deutschland stieg der Marktanteil trotz eines Absatzrückgangs auf 35,1 % (Vorjahr: 34,2 %) – hier litt auch die Konkurrenz unter dem Wegfall der Abwrackprämie. Dahingegen sank der Marktanteil in Südamerika trotz Steigerung des Absatzes auf 19,6 % (Vorjahr: 21,7 %). Im wichtigen Markt Asien-Pazifik wurde der Marktanteil von 8,6 % auf 9,6 % gesteigert. In den übrigen Märkten konnten die Marktanteile leicht erhöht oder auf konstantem Niveau gehalten werden. Absatzstärkste Märkte sind die Regionen Westeuropa (mit 2,9 Mio. gelieferten Fahrzeugen) und Asien-Pazifik (mit 2,2 Mio. gelieferten Fahrzeugen).

Im Bereich Finanzdienstleistungen konnten 2010 weltweit 2,7 Mio. neue Verträge abgeschlossen werden. Dies entspricht einer Steigerung von 7,6 % gegenüber 2009 (2,5 Mio. neue Verträge), die im Wesentlichen aus dem gesteigerten Absatzvolumen resultiert. Auffällig ist jedoch eine im Vergleich zum gesteigerten

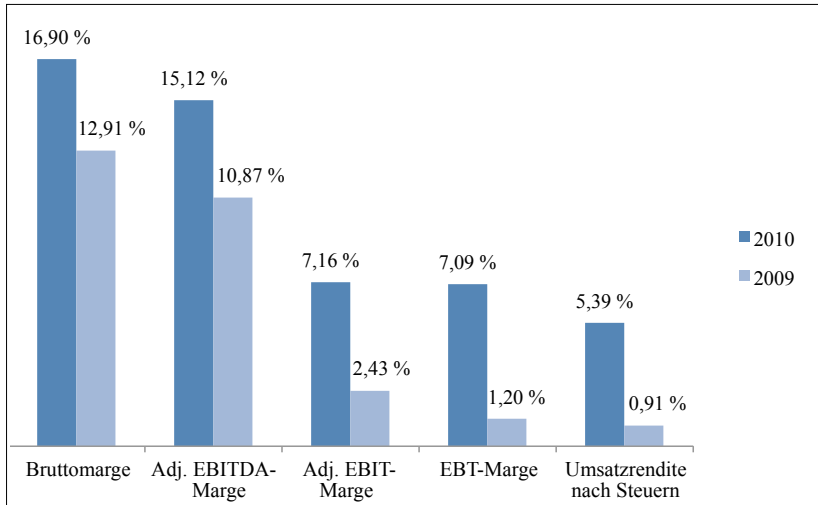
22 Die relative Bedeutung dieser Effekte ist für den externen Analytiker nicht quantifizierbar; siehe Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010, S. 166.

Absatzvolumen (13,68 %) relativ geringere Steigerung der neuen Finanzdienstleistungsverträge.

4.1.2 Margenanalyse

In Abbildung 13 sind die verschiedenen Margen von VW für die Jahre 2010 und 2009 grafisch dargestellt. Sie werden nachfolgend näher erläutert.

Abb. 13: Übersicht der Margen für VW 2010 und 2009 (eigene Darstellung)



Die **Herstellungskosten** des Umsatzes sind 2010 um 15,09 % auf 105.431 Mio. € gestiegen (Vorjahr: 91.608 Mio. €). Sie wuchsen damit deutlich langsamer als die Umsatzerlöse, für deren Erwirtschaftung sie anfielen. Die unterproportional steigenden Herstellungskosten sind zurückzuführen auf Skaleneffekte durch eine gesteigerte Kapazitätsauslastung, bedingt durch das höhere Absatzvolumen. Der Konzern produziert also mit geringeren Stückkosten als noch 2009. Dies geht mit einer überproportionalen Verbesserung des Bruttoergebnisses auf 21.444 Mio. € (Vorjahr: 13.579 Mio. €) einher, was einer Bruttomarge von 16,90 % im Jahr 2010 (Vorjahr: 12,91 %) entspricht.

Die **Verwaltungs- und Vertriebskosten** erhöhten sich 2010 ebenfalls deutlich gegenüber dem Vorjahr. Die Verwaltungskosten stiegen um 20,01 % auf 3.287 Mio. € (Vorjahr: 2.739 Mio. €), die Vertriebskosten um 15,91 % auf 12.213 Mio. € (Vorjahr: 10.537 Mio. €). Beide Kostensteigerungen fallen im Vergleich zur Umsatzentwicklung wiederum unterproportional aus, die Verwaltungskosten jedoch

nur in geringem Ausmaß. Im Bereich Finanzdienstleistungen ist der Anstieg der Vertriebs- und Verwaltungskosten begründet in höheren bankenrechtlichen Anforderungen, Strategie- und IT-Projekten sowie in Volumeneffekten.

Das **sonstige operative Ergebnis** setzt sich aus den sonstigen betrieblichen Erträgen, den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und dem Ergebnis aus At-Equity-bewerteten Anteilen zusammen und beträgt im Jahr 2010 3.142 Mio. € (Vorjahr: 2.253 Mio. €). Die sonstigen betrieblichen Erträge sanken 2010 auf 7.648 Mio. € (Vorjahr: 7.904 Mio. €). Der Rückgang ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass im Vorjahr der Vergleichswert der übrigen betrieblichen Erträge erhöht ausfiel aufgrund der Auflösung und des Verkaufs des brasilianischen Nutzfahrzeuggeschäfts. Derivative Währungssicherungsinstrumente führten im Gegensatz zum Vorjahr zu einem negativen Ergebnisbeitrag. Hingegen leisteten Wechselkursänderungen im Gegensatz zum Vorjahr einen positiven Ergebnisbeitrag. Das Ergebnis aus At Equity hingegen ist im Jahr 2010 deutlich gestiegen auf 1.944 Mio. € (Vorjahr: 701 Mio. €), was hauptsächlich aus der neu erworbenen Beteiligung an Suzuki resultiert.

VW steigerte damit 2010 das adjustierte operative Ergebnis (adj. EBIT) weit überproportional zu den Umsatzerlösen um 255,48 % auf 9.086 Mio. € (Vorjahr: 2.556 Mio. €). Die adjustierte operative Marge (adj. EBIT-Marge) – also das Verhältnis von adjustiertem operativem Ergebnis zu Umsatzerlösen – konnte somit auf 7,16 % erhöht werden (Vorjahr: 2,43 %). Hier zeigt sich deutlich der bekannte Effekt, dass Umsatzschwankungen in der Regel überproportional auf das (adj. operative) Ergebnis und die (adj. operativen) Margen durchschlagen. Dieser Effekt wird unter anderem getrieben durch eine geringere Umlage der Fixkosten auf jedes abgesetzte Produkt, bedingt durch eine gesteigerte Kapazitätsauslastung bzw. Skaleneffekte.

Unter Berücksichtigung der Abschreibungen in Höhe von 10.097 Mio. € (Vorjahr: 8.877 Mio. €) ergibt sich für 2010 ein adjustiertes operatives Ergebnis vor Abschreibungen (Adjusted Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, adj. EBITDA) von 19.183 Mio. € (Vorjahr: 11.433 Mio. €). Die daraus resultierende adjustierte EBITDA-Marge beläuft sich 2010 auf 15,12 % (Vorjahr: 10,87 %). Sie weist aufgrund der leicht erhöhten Abschreibungen eine geringere Zuwachsrate als die adjustierte EBIT-Marge auf.

Das adjustierte **Finanzergebnis** setzt sich aus den Finanzierungsaufwendungen und dem übrigen Finanzergebnis zusammen. Es verbesserte sich 2010 auf -91 Mio. € (Vorjahr: -1.296 Mio. €) und leistete somit einen negativen Beitrag zum Ergebnis vor Steuern. Die Finanzierungsaufwendungen von VW veränderten sich gegen-

über dem Vorjahr nur leicht und betragen 2.144 Mio. € (Vorjahr: 2.268 Mio. €). Das übrige Finanzergebnis verbesserte sich jedoch deutlich auf 2.053 Mio. € (Vorjahr: 972 Mio. €). Dieser Anstieg ist insbesondere zurückzuführen auf Erträge aus Derivaten auf Anteile der Porsche Zwischenholding sowie auf gesteigerte Erträge aus Gemeinschaftsunternehmen.

Damit ergibt sich ein **Ergebnis vor Steuern** (Earnings Before Taxes, EBT) von 8.995 Mio. € (Vorjahr: 1.260 Mio. €). Die EBT-Marge stieg somit 2010 auf 7,09 % (Vorjahr: 1,20 %). Die Steueraufwendungen von VW erhöhten sich 2010 deutlich auf 1.767 Mio. € (Vorjahr: 349 Mio. €). Nach Abzug des Ergebnisanteils konzernfremder Gesellschafter ergibt sich ein Ergebnisanteil der VW-Aktionäre nach Steuern in Höhe von 6.836 Mio. € (Vorjahr: 960 Mio. €). Die daraus resultierende Umsatzrendite beträgt 5,39 %. Sie konnte somit gegenüber dem Vorjahr (0,91 %) deutlich gesteigert werden.

4.1.3 Rendite

Überblick Renditen	2010	2009
Adj. Gesamtkapitalrendite	4,83 %	1,48 %
Eigenkapitalrendite	16,83 %	2,73 %

Wie die Übersicht zeigt, generierte VW 2010 über alle Geschäftsbereiche hinweg eine **adj. Gesamtkapitalrendite** von 4,83 % und verdreifachte seine operative Ertragskraft damit gegenüber 2009 (1,48 %). Auch die Eigenkapitalrendite – das aus der Perspektive der Eigenkapitalgeber ermittelte Rentabilitätsmaß – verbesserte sich 2010 gegenüber 2009 deutlich von 2,73 % auf 16,83 %. Es übertraf die von VW intern nach dem sogenannten Capital Asset Pricing Model (CAPM) geschätzten Eigenkapitalkosten für den Automobilbereich des Konzerns (7,9 %; Vorjahr: 8,4 %).²³ Das heißt: Der Konzern hat nicht nur die Kapitalkosten verdient, sondern darüber hinaus Wert für seine Eigentümer geschaffen. Die Eigenkapitalrendite (EKR) wird berechnet aus dem auf die Anteilseigner des Mutterunternehmens entfallenden Ergebnis nach Steuern und dem durchschnittlichen Eigenkapital ohne Minderheitenanteile.

Im Folgenden werden die Treiber der Eigenkapitalrendite näher untersucht.

23 Für die Berechnung der Eigenkapitalkosten siehe Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010, S. 176.

4.1.4 Werttreiberanalyse

4.1.4.1 Treiber der Eigenkapitalrendite: Einfache DuPont-Analyse

Nachfolgend wird die Eigenkapitalrendite in ihre Einflussfaktoren zerlegt. Wie in Kapitel II.2.2.4.1 des Handbuchs erläutert, basiert die einfache DuPont-Analyse auf dem Umstand, dass sich die EKR multiplikativ aus den Werttreibern Umsatzrendite, Kapitalumschlag und Fremdfinanzierungsgrad I zusammensetzt.

Treiber der EKR	2010	2009
Eigenkapitalrendite	16,83 %	2,73 %
Umsatzrendite	5,39 %	0,91 %
Kapitalumschlag	67,38 %	60,96 %
Fremdfinanzierungsgrad I	4,63	4,91

Haupttreiber für die hohe EKR war 2010 die **Umsatzrendite**, die von 0,91 % (2009) auf 5,39 % gesteigert werden konnte. Wesentliche Gründe waren die höhere Kapazitätsauslastung, unterproportional gestiegene operative Aufwendungen und Einmaleffekte aus dem Finanzergebnis. Die chinesischen Gemeinschaftsunternehmen leisteten einen erheblichen Ergebnisbeitrag. Hinzu treten Wertsteigerungen auf Finanzderivate im Zusammenhang mit der Porsche-Beteiligung. Der **Kapitalumschlag** stieg ebenfalls von 60,96 % (2009) auf 67,38 % (2010), wenngleich in geringerem Ausmaß. VW hat seine Vermögenswerte 2010 demnach effizienter zur Umsatzgenerierung eingesetzt. Der **Fremdfinanzierungsgrad I** verringerte sich von 4,91 (2009) auf 4,63 (2010).

Die einfache DuPont-Analyse zeigt: Die Verbesserung der Eigenkapitalrendite wird insbesondere von der Umsatzrendite und dem Kapitalumschlag getragen; sie ist jedoch in erster Linie auf die verbesserte Ertragssituation zurückzuführen.

4.1.4.2 Operatives Geschäft und Finanzierungseffekte: Erweiterte DuPont-Analyse

Um operative Performance und Finanzierungseffekte deutlicher zu trennen, wird die Eigenkapitalrendite nun mit Hilfe der erweiterten DuPont-Analyse (vgl. Handbuch Kap. II.2.2.4.2) näher beleuchtet.

	2010	2009
Eigenkapitalrendite	16,83 %	2,73 %
Adj. Operative Vermögensrendite	5,21 %	1,55 %
Adj. Operatives Nettoergebnis	6.909 Mio €	1.897 Mio €
Adj. Operatives Nettovermögen	132.619 Mio €	122.082 Mio €
Adj. Operative Umsatzrendite	5,45 %	1,80 %
Operativer Kapitalumschlag	0,96 €	0,86 €
Fremdfinanzierungsgrad II	2,26	2,47
Adj. Nettofremdfinanzierungskosten	0,08 %	1,08 %
Adj. Spread	5,13 %	0,48 %

VW konnte sein adjustiertes operatives Nettoergebnis 2010 auf 6.909 Mio. € steigern (Vorjahr: 1.897 Mio. €). Dazu wurde konzernweit ein adj. operatives Nettovermögen von 132.619 Mio. € (Vorjahr: 122.082 Mio. €) eingesetzt. Hieraus errechnet sich eine stark gestiegene **adj. operative Vermögensrendite** von 5,21 % (Vorjahr: 1,55 %).

Diese ist Folge einer deutlichen Erhöhung der **adj. operativen Umsatzrendite** (5,45 Cent je Euro Umsatzerlöse; Vorjahr: 1,80 Cent) sowie einer leichten Erhöhung des **operativen Kapitalumschlags** (0,96 € Umsatzerlös je Euro eingesetztem operativen Nettovermögen; Vorjahr: 0,86 €), welcher auf einen effizienteren Einsatz des operativen Nettovermögens hindeutet.

Der **Fremdfinanzierungsgrad II** verringerte sich von 2,47 im Vorjahr auf 2,26 (2010); die Kapitalstruktur wurde somit gestärkt. Grund hierfür ist eine proportional stärkere Zunahme des Eigenkapitals (durch Kapitalerhöhung und hohe Gewinneinbehaltung) in Relation zum Fremdkapital (Nettorückführung von Anleihen). Die **adj. Nettofremdfinanzierungskosten** von VW in Höhe von 0,08 % verringerten sich gegenüber dem Vorjahr (1,08 %) erneut. Dies war vor allem durch den hohen positiven Beitrag des übrigen Finanzergebnisses (unter anderem Wertsteigerungen von Optionen auf Porsche-Anteile) bedingt.

Der stark gestiegene positive **adj. Spread** zwischen operativer Vermögensrendite und Nettofremdfinanzierungskosten (5,13 %; Vorjahr: 0,48 %) zeigt: Der Einsatz von mehr Fremdkapital kann aktuell die Eigenkapitalrendite erhöhen. Eine solche Strategie birgt jedoch das Risiko, dass im Falle einer sinkenden Rentabilität die Eigenkapitalrendite deutlich sinkt oder gar negativ wird. Dies droht dann, wenn die durch Einmaleffekte im übrigen Finanzergebnis „künstlich“ niedrigen Nettofremdfinanzierungskosten auf ihr normales Niveau zurückkehren und/oder die operative Vermögensrendite zukünftig aufgrund sinkender Margen unter Druck gerät.

Exkurs: Abgleich mit der Wertbeitragsrechnung von VW

Die vorstehende erweiterte DuPont-Analyse dient dazu, die operative Ertragskraft von VW insgesamt sauber zu ergründen. Einen ähnlichen Zweck verfolgt VW mit der Wertbeitragsrechnung, die im Geschäftsbericht 2010 (S. 176–177) erläutert wird. Der dort verwendete **Wertbeitrag** (Economic Value Added, EVA) beruht auf der Idee einer operativen Gesamtkapitalrendite, deren Zähler und Nenner durch bestimmte Bereinigungen zu einer treffgenaueren Maßgröße der operativen Ertragskraft umgeformt werden. Im Gegensatz zu der hier durchgeführten erweiterten DuPont-Analyse, die den Gesamtkonzern in den Blick nimmt, bezieht sich der Wertbeitrag ausschließlich auf den Konzernbereich Automobile (inklusive der chinesischen Gemeinschaftsunternehmen). Er stellt den Betrag dar, den der Konzernbereich Automobile 2010 über die Kapitalkosten hinaus erzielte.

Abb. 14: Wertbeitragsrechnung von VW (exakte Berechnung vgl. Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010, S. 176–177)

WERTBEITRAG KONZERNBEREICH AUTOMOBILE ¹⁾		
Mio. €	2010	2009 ²⁾
Operatives Ergebnis (Anfangswert)	6.180	1.264
Zusätzlich ergebniswirksame Kaufpreiskorrekturen Scania	273	295
Zusätzlich anteiliges operatives Ergebnis der chinesischen Gemeinschaftsunternehmen	1.907	821
Steueraufwand	-2.511	-717
Operatives Ergebnis nach Steuern	5.850	1.673
Investiertes Vermögen (Durchschnitt)	43.525	41.561
Kapitalrendite (RoI) in %	13,5	8,8
Kapitalkostensatz in %	6,3	6,9
Kapitalkosten des investierten Vermögens	2.742	2.894
Wertbeitrag	3.117	-1.332

¹⁾ Inklusive des anteiligen Einbeziehung der chinesischen Gemeinschaftsunternehmen hinsichtlich der jeweiligen Vertriebs- und Forschungsleistungen und Zurechnung der Konsolidierung zwischen dem Konzernbereich Automobile und Finanzdienstleistungen.
²⁾ Angepasst die Kapitalrendite nach Steuern (RoI) ist gegenüber voriger Umsatzwert

Die **Kapitalkosten** ergeben sich dabei aus dem investierten Vermögen von im Jahresdurchschnitt 43.525 Mio. € (Vorjahr: 43.561 Mio. €) multipliziert mit dem Kapitalkostensatz von 6,3 % (Vorjahr: 6,9 %).

Durch Abzug der Kapitalkosten vom operativen Ergebnis nach Steuern ergibt sich der erwirtschaftete Wertbeitrag für 2010 mit 3.117 Mio. € (Vorjahr: -1.332 Mio. €). Das operative Ergebnis nach Steuern wird dabei von VW unter Anwendung eines international gebräuchlichen durchschnittlichen Pauschal-Steuersatzes von 30 % ermittelt. Demgegenüber entspricht der in der erweiterten DuPont-Analyse verwendete Steuersatz einem effektiven (tatsächlichen) Steuersatz von 19,64 %, der aus GuV-Daten abgeleitet wird.

Die Analyse zeigt, dass der Bereich Automobile 2009 gemessen an den Ansprüchen der Kapitalgeber Wert vernichtete, während 2010 über 3 Mrd. € an Wert geschaffen wurden.

4.2 Liquiditätsanalyse

4.2.1 Cashflow-Analyse

Der **Cashflow** zeigt die Veränderung der liquiden Mittel während einer Periode. Der Bestand der liquiden Mittel von VW verringerte sich 2010 geringfügig auf 18.228 Mio. € (Vorjahr: 18.235 Mio. €), liegt aber nach wie vor auf sehr hohem Niveau. Zur genaueren Analyse erfolgt hier eine Betrachtung des operativen Cashflows, des Cashflows aus Investitionstätigkeit, des Free Cashflows und des Cashflows aus Finanzierungstätigkeit.

Cashflow	2010	2009
Cashflow	-8	8.792
Operativer Cashflow	11.455	12.741
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-11.084	-9.675
Free Cashflow	407	3.066
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-852	5.536
Δ Zahlungsmittel aus Wechselkursänderungen	438	190

Der **operative Cashflow** verringerte sich 2010 auf 11.455 Mio. € (Vorjahr: 12.741 Mio. €), ist aber deutlich positiv. Die Verringerung ergibt sich durch einen stärkeren Anstieg der Vorräte und Forderungen, die sich im Vorjahr verringert hatten. Dem wirkt jedoch eine starke Zunahme der Verbindlichkeiten und Rückstellungen entgegen, wobei Zahlungen für derzeitige, wahrscheinliche Aufwendungen in zukünftige Perioden verschieben und sich somit positiv auf den operativen Cashflow, relativ zum Ergebnis, auswirken. Die Entwicklung der Vorräte sowie der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen kann mit dem stark gestiegenen Absatz begründet werden, für den ein erhöhtes Maß an Working Capital benötigt wurde (vgl. Kap. 4.2.4).

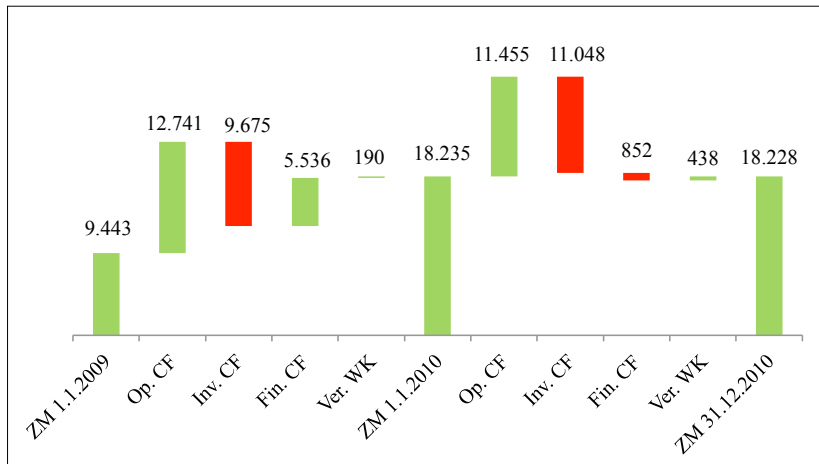
Der **Cashflow aus Investitionstätigkeit** beträgt 2010 -11.084 Mio. €. Das bedeutet, dass VW gegenüber dem Vorjahr (-9.675 Mio. €) mehr Geld investiert

hat. Die Zunahme ist primär auf gestiegene Investitionen in Wertpapieren zurückzuführen.

Für VW ergibt sich für das Jahr 2010 ein positiver **Free Cashflow** von 407 Mio. €. Dieser hat sich deutlich verringert (Vorjahr: 3.066 Mio. €), da 2010 bei geringeren operativen Rückflüssen deutlich mehr als 2009 investiert wurde. In dieser Verringerung liegt damit kein negatives Signal.

Der **Cashflow aus Finanzierungstätigkeit** ist 2010 mit -852 Mio. € deutlich negativ (Vorjahr: 5.536 Mio. €). Gründe hierfür sind umfangreiche Anleihen tilgungen, die durch neue Anleihen nur zum Teil ausgeglichen wurden. Gegenüber dem Vorjahr fallen die deutlich geringere Fremd- und die höhere Eigenkapitalaufnahme auf. Die verringerte Aufnahme von Anleihen konnte allerdings durch die vermehrte Aufnahme von Eigenkapital (Erhöhung von gut 4 Mrd. €) nicht kompensiert werden. Dies führte zu einer Stärkung der Kapitalstruktur. Die Dividendenzahlungen waren 2010 mit 798 Mio. € (Vorjahr: 874 Mio. €) fast konstant. Hier hat VW die Dividende trotz des schlechten 2009er Ergebnisses stabil gehalten.²⁴

Abb. 15: Veränderung des Zahlungsmittelbestandes (eigene Darstellung)



Wie Abbildung 15 zeigt, hat VW das Jahr 2010 mit einem nahezu unveränderten Zahlungsmittelbestand abgeschlossen. Damit verfügt der Konzern nach wie vor über 18 Mrd. € an Liquidität, zum Beispiel für Akquisitionen. Unter Berücksichtigung bestimmter Wertpapiere, die mittelfristig „liquidiert“ werden könnten, ergeben sich 28 Mrd. € Bruttoliquidität. Dieser steht ein Kreditstand von rund 77

²⁴ Der Dividendenvorschlag für 2010 beträgt 1.034 Mio. €.

Mrd. € gegenüber, so dass die Nettoliquidität -49 Mrd. € beträgt (Vorjahr: -52 Mrd. €).

4.2.2 Statische Liquiditätsanalyse

Statische Liquiditätsanalyse	2010	2009
Liquidität 1. Grades	0,31	0,34
Liquidität 2. Grades	0,80	0,82
Liquidität 3. Grades	1,12	1,12
Adjustierte Zinsdeckung-EBIT	99,85	1,97
Adjustierte Zinsdeckung-EBITDA	210,80	8,82

Die Liquidität 1. Grades (0,31) sowie die Liquidität 2. Grades (0,80) von VW haben sich 2010 gegenüber dem Vorjahr (0,34 und 0,82) leicht verringert. Damit stehen zur Tilgung der kurzfristigen Schulden etwas weniger Liquiditätsreserven zur Verfügung. Zurückzuführen ist die Verringerung vornehmlich auf eine Zunahme der kurzfristigen Schulden. VW kann mit den Zahlungsmitteln und den Wertpapieren des Umlaufvermögens 31 % der kurzfristigen Verbindlichkeiten tilgen. Allgemein gilt ein Wert zwischen 20 % und 30 % als ausreichend. Unter Hinzunahme der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Finanzdienstleistungen kann VW 80 % der kurzfristigen Schulden tilgen. Hier gilt ein Zielwert von 100 % bis 120 % als sehr gut. Die Liquidität 3. Grades (Current Ratio) bewegt sich 2010 auf dem Niveau des Vorjahres (1,12). Ein Wert größer 1 mindert die Gefahr von Liquiditätsengpässen. Nach der sogenannten Banker's Rule sollte jedoch ein Mindestwert von 2 angestrebt werden. Insgesamt ist die statische Liquidität von VW damit schwächer als in der Literatur gefordert. Im Wettbewerbsvergleich mit Daimler steht VW jedoch besser da (vgl. Kap. 5). Dennoch muss die Entwicklung weiterhin beobachtet werden.

VW konnte die Adj.-Zinsdeckung-EBIT 2010 auf 99,85 erhöhen (Vorjahr: 1,97). Auch die Adj.-Zinsdeckung-EBITDA konnte auf 210,80 deutlich gesteigert werden (8,82). Die hohe Zinsdeckung zeigt, dass VW ein ausreichendes operatives Ergebnis generiert, um seinen Zinszahlungen nachzukommen.

4.2.3 Dynamische Liquiditätsanalyse

Dynamische Liquiditätsanalyse	2010	2009
Dynamischer Verschuldungsgrad	93,16	29,99

Der **dynamische Verschuldungsgrad** von VW belief sich 2010 auf 93 Jahre (Vorjahr: 30 Jahre). VW würde somit 63 Jahre länger als im Vorjahr benötigen, um seine Schulden aus dem operativen Cashflow abzüglich der Abschreibungen zu tilgen. Der verschlechterte dynamische Verschuldungsgrad ist zum einen auf eine höhere Verschuldung, zum anderen auf einen geringeren Cashflow zurückzuführen. Auch dieses Ergebnis ist weiterhin kritisch zu beobachten.

4.2.4 Working-Capital-Analyse

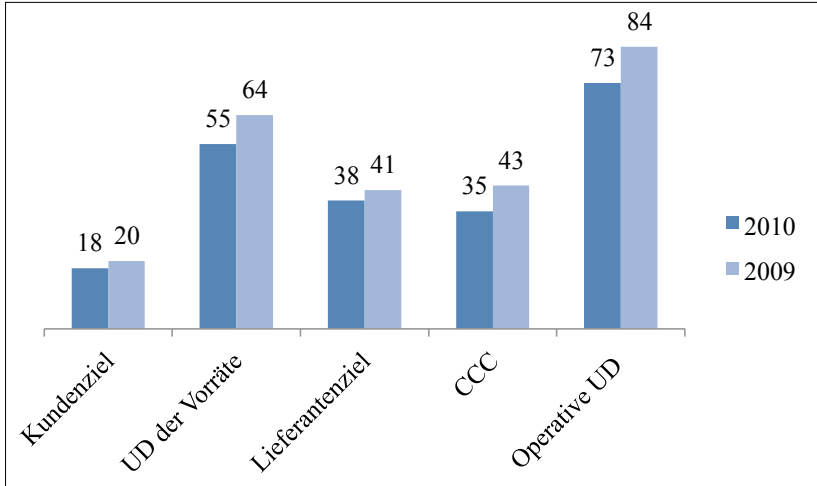
Working-Capital-Analyse	2010	2009
Kapitalbindung	34,91	42,55
Operative Umschlagsdauer	73,06	83,86
Kundenziel	18,09	20,23
Umschlagsdauer der Vorräte	54,97	63,63
Lieferantenziel	38,14	41,31

VW konnte 2010 seine **Kapitalbindung** (Cash Conversion Cycle, CCC) auf 35 Tage (Vorjahr: 42 Tage) verringern. Dies wirkt sich positiv aus auf die Liquidität und – bedingt durch den geringeren Kapitalbedarf – auch auf die Profitabilität.

Die Analyse der einzelnen Komponenten des Working Capital (Abbildung 16), zeigt, dass VW das **Kundenziel** und die Umschlagsdauer der Vorräte verringern konnte. So wurden Kundenforderungen 2010 durchschnittlich bereits nach 18 Tagen (Vorjahr: 20 Tagen) beglichen. Die **Umschlagsdauer der Vorräte** belief sich auf 55 Tage (Vorjahr: 64 Tage). Zwischen der Produktion der Vorräte und dem Zahlungseingang aus deren Verkauf vergingen 2010 also durchschnittlich 73 Tage (Vorjahr: 84 Tage). Die verringerte **operative Umschlagsdauer** ist wesentlich auf die geringere Haltedauer der Vorräte zurückzuführen. VW konnte somit seine Vorräte effizienter zur Umsatzgenerierung nutzen. Durch die geringere Haltedauer der Vorräte wird weniger Kapital zur Finanzierung der operativen Prozesse benötigt. Eine geringfügige Verschlechterung ist beim **Lieferantenziel** zu beobachten. Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten wurden 2010 innerhalb von 38 Tagen (Vorjahr: 41 Tage) beglichen. Das Zahlungsziel von VW gegenüber Lieferanten

hat sich somit im Durchschnitt verringert; die zur Begleichung der Verbindlichkeiten benötigten liquiden Mittel müssen demnach schneller aufgebracht werden. Dies hat einen negativen Einfluss auf die Liquidität des Unternehmens.

Abb. 16: Working-Capital-Analyse (eigene Darstellung)

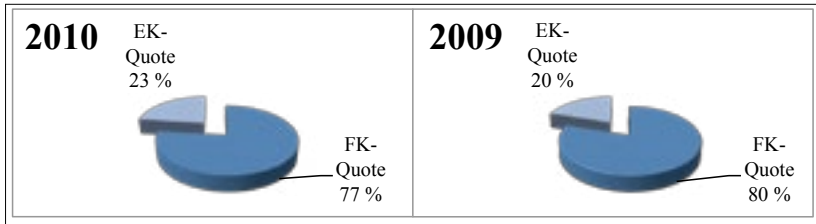


4.3 Kapitalstrukturanalyse

Kapitalstruktur	2010	2009
Verschuldungsgrad	3,34	4,02
Fremdkapitalquote	0,77	0,80
Eigenkapitalquote	0,23	0,20

Der **Verschuldungsgrad** von VW beläuft sich 2010 auf 3,34 (Vorjahr: 4,02) und hat sich somit verringert. Die **Fremdkapitalquote** von VW beträgt im Jahr 2010 0,77 – das heißt VW ist zu 77 % fremdfinanziert (Vorjahr: 0,80). Die **Eigenkapitalquote** liegt somit für 2010 bei 23 % (Vorjahr: 20 %).

Abb. 17: Kapitalstruktur (eigene Darstellung)



Die Eigenkapitalquote und der Verschuldungsgrad werden – konsistent mit den vorherigen Berechnungen – mit dem Eigenkapital ohne Minderheitenanteile berechnet. Sofern die Verzinsung des Fremdkapitals geringer ist als die Gesamtkapitalrendite, sorgt das Fremdkapital für eine gesteigerte Rendite auf das Eigenkapital. Jedoch erhöht sich mit steigendem Fremdkapitalanteil auch die Wahrscheinlichkeit von finanziellen Engpässen. Vor dem Hintergrund der positiven Ertragsituation im Jahr 2010 ist die Entwicklung der Kapitalstruktur von VW zurzeit positiv zu beurteilen.

4.4 Vermögensstrukturanalyse

Vermögensstruktur	2010	2009
Sachanlagenintensität	19,01 %	19,72 %
Abschreibungsquote	5,16 %	5,06 %
Anlagenabnutzungsgrad	64,52 %	64,81 %

Die **Sachanlagenintensität** ist ein erster Anhaltspunkt für die Beurteilung der Vermögensstruktur. Das Sachanlagevermögen von VW trägt 2010 19,01 % zur Gesamtsumme der Bilanz bei (Vorjahr: 19,72 %). Somit besteht nahezu ein Fünftel des Vermögens aus Sachanlagen. Zu beachten ist jedoch, dass ein erheblicher Teil davon fremdvermietet ist.

Die **Abschreibungsquote** auf das Sachanlagevermögen von VW beträgt 5,16 % und hat sich im Vergleich zum Vorjahr kaum verändert (5,06 %). Die Abschreibungsquote lässt Rückschlüsse auf die Abschreibungspolitik des Unternehmens zu. Eine hohe Abschreibungsquote deutet auf die Bildung stiller Reserven sowie einen erhöhten Reinvestitionsbedarf hin.

Der **Anlagenabnutzungsgrad** von VW beträgt 64,52 % (Vorjahr: 64,81 %). Ein hoher Anlagenabnutzungsgrad bedeutet, dass das durchschnittliche Alter des Sachanlagevermögens hoch ist. Dies deutet auf einen höheren künftigen Investitionsbedarf für VW hin.

4.5 Produktivität und Beschäftigung

VW hat im Geschäftsjahr 2010 seine durchschnittliche **Beschäftigtenzahl** um 21.767 Beschäftigte (5,93 %) erhöht. Auch die Zahl der Auszubildenden stieg im Jahresdurchschnitt um 428. Damit wuchs die Beschäftigtenzahl deutlich langsamer als die Umsatzerlöse (20,62 %). Eine Ausweitung der Personaldecke geht folglich nur sehr stark unterproportional mit dem Umsatzwachstum einher.

Kennzahlen Produktivität und Beschäftigung	2010	2009
Personalaufwandsquote	15,00 %	15,24 %
Lohnniveau (Tsd. €)	48,97	43,70
Ø Löhne und Gehälter Beschäftigte (Tsd. €)	48,88	43,65
Durchschnittliche Vorstandsvergütung (Mio. €)	4,58	2,67
Verhältnis Vorstandsvergütung zu Löhne und Gehälter Beschäftigte	93,79	61,27
Umsatzerlöse je Mitarbeiter (Mio. €)	0,33	0,29
Adj. Operatives Ergebnis je Mitarbeiter (Tsd. €)	23,39	6,97
Wertschöpfung je Mitarbeiter (Tsd. €)	84,73	60,04
Anteil Beschäftigte Inland	46,66 %	47,06 %

Der **Umsatz je Mitarbeiter** wurde 2010 um 39.752 € erhöht (326.546 €; Vorjahr: 286.794 €). Zusätzlichen Aufschluss über die Produktivität der Beschäftigten geben die Kennzahlen Adj. operatives Ergebnis bzw. Wertschöpfung pro Mitarbeiter. Das **adj. operative Ergebnis je Mitarbeiter** betrug im Jahr 2010 23.385 € (Vorjahr: 6.969 €); die **Wertschöpfung je Mitarbeiter** erhöhte sich ebenfalls deutlich und beträgt 84.734 € (Vorjahr: 60.035 €). Somit bestehen klare Hinweise auf eine gestiegene Produktivität je Mitarbeiter.

Die **Personalaufwandsquote** gibt Aufschluss über die Personalintensität des Geschäftsmodells. 2010 verringerte sich die Personalaufwandsquote minimal und ist mit 15,00 % relativ zur Materialintensität gering.

Die durchschnittlichen **Löhne und Gehälter der Beschäftigten** (inklusive der sozialen Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und Unterstützung sowie abzüglich der Vergütung des Vorstandes) erhöhten sich 2010 durchschnittlich um 5.229 € pro Beschäftigten und damit um 11,98 % gegenüber 2009. Diese Steigerung fällt deutlich geringer aus als die der Umsatzerlöse und aller Ergebnisgrößen. Die **Vorstandsvergütung** stellt die durchschnittliche Vergütung pro Vorstandsmitglied dar. Sie setzt sich aus einer variablen und einer fixen Komponente zusammen. Die Vergütung des Vorstandes stieg 2010 um 1.909.839 € auf 4.584.125 € pro Vorstandsmitglied. Diese Wachstumsrate von 71,41 % lag deutlich über derjenigen der durchschnittlichen Löhne und Gehälter der Beschäftigten. Das **Verhältnis der Vorstandsvergütung zu den Löhnen und Gehältern** beläuft sich 2010 auf 94 (Vorjahr: 61). Somit übersteigt die Vergütung der Vorstände den durchschnittlichen Lohn der Beschäftigten um das 94-fache. Die „Schere“ klafft 2010 somit stärker auseinander als 2009.

4.6 Weitergehende Analysen

4.6.1 Kapitalmarktorientierte Kennzahlen

Kapitalmarktorientierte Kennzahlen	2010	2009
Ergebnis je Stammaktie (StA)	15,17	2,37
Ergebnis je Vorzugsaktie (VZ)	15,23	2,43
KGV Stammaktien	6,98	32,49
KGV Vorzugsaktien	7,97	27,05
KGV-Rendite (1 / KGV StA)	14 %	3 %
KGV-Rendite (1/ KGV VZ)	13 %	4 %
Dividendenrendite StA	2,08 %	2,08 %
Dividendenrendite VZ	1,86 %	2,53 %
Ausschüttungsquote	15,13 %	78,54 %

Das **Ergebnis je Aktie** von VW belief sich 2010 auf 15,17 € für die Stammaktien (Vorjahr: 2,37 €) und 15,23 € für die Vorzugsaktien (Vorjahr: 2,43 €). Die Werte erhöhten sich stark, bedingt durch das deutlich gesteigerte Ergebnis für beide Aktiengattungen.

Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** von VW ist gegenüber dem Vorjahr deutlich gesunken und beträgt für die Stammaktie 6,98 (Vorjahr 32,49) und für

die Vorzugsaktie 7,97 (Vorjahr: 27,05). Ein niedriges KGV weist darauf hin, dass die Aktie „günstig“ bewertet ist, das heißt: Der Kurswert der Aktie ist in Relation zum Periodenerfolg des Unternehmens zu niedrig.

Die **KGV-Rendite** berechnet sich als Kehrwert des KGV (1 dividiert durch KGV). VW konnte 2010 die KGV-Rendite für die Vorzugsaktien auf 14 % (Vorjahr: 3 %) und für die Stammaktien auf 13 % (Vorjahr: 4 %) steigern.

Die **Dividendenrendite** von VW blieb für die Stammaktionäre mit 2,08 % auf konstantem Niveau (Vorjahr: 2,08 %). Für die Vorzugsaktionäre ist sie von 2,53 % auf 1,86 % gesunken. Eine hohe Dividendenrendite deutet auf eine günstige Bewertung der Aktie hin.

Die **Ausschüttungsquote** verringerte sich 2010 auf 15,13 % (Vorjahr: 78,54 %), was auf ein deutlich gestiegenes Ergebnis zurückzuführen ist. Die Dividende absolut betrachtet erhöhte sich 2010 auf 1.034 Mio. € (Vorjahr: 754 Mio. €).

4.6.2 Wertschöpfungsrechnung

Die Wertschöpfung kann auf zwei Arten berechnet werden: als **Entstehungs- oder Verteilungsrechnung**. Die einzelnen Bestandteile dieser Rechnungen sind für den externen Analytiker aus den öffentlich verfügbaren Daten von VW nicht präzise ermittelbar. Daher wird an dieser Stelle ersatzweise auf die von VW intern erstellte Wertschöpfungsrechnung Bezug genommen (vgl. Abbildung 18).

Abb. 18: Wertschöpfung von VW (vgl. Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010, S. 174)

WERTSCHÖPFUNG DES VOLKSWAGEN KONZERNS				
Entstehung in Mio. €	2010		2009	
Lohnaufwände	124.875		105.187	
Sonstige Erträge	10.787		9.401	
Materialeinzelwert	-79.394		-67.925	
Abschreibungen	-10.087		-8.877	
Sonstige Vorleistungen	-15.210		-15.767	
Wertschöpfung	30.951		32.019	

Verteilung in Mio. €	2010	%	2009	%
an Aktionäre (Dividende)	3.014	9,1	447	2,9
an Mitarbeiter (Löhne, Gehälter, Sozialen)	19.027	57,8	18.027	72,8
an den Staat (Steuern, Abgaben)	3.105	9,5	3.172	9,2
an Kreditgeber (Zinsaufwand)	3.543	10,8	3.028	11,8
an die Unternehmen (Rücklagen)	4.199	13,8	265	1,2
Wertschöpfung	30.951	100,0	32.019	100,0

Hiernach generierte VW 2010 eine Wertschöpfung in Höhe von 32.922 Mio. € (Vorjahr: 22.019 Mio. €). Diese fließt – wie im Jahr 2009 – zu großen Teilen (57,8 %; Vorjahr: 72,8 %) den Beschäftigten zu. In geringerem Ausmaß partizipieren Aktionäre (21,9 %; Vorjahr: 4,1 %), Kreditgeber (10,8 %; Vorjahr: 17,8 %) und der Staat (9,5 %; Vorjahr: 5,2 %). Zu beachten sind dabei zwei Punkte: Der Anteil der Beschäftigten ist von 2009 auf 2010 zwar prozentual stark gesunken, in absoluten Beträgen jedoch deutlich gestiegen (18,7 %). Zudem partizipieren an ihm noch der Staat (Lohnsteuer) und die Träger der Sozialversicherung, was in der Wertschöpfungsrechnung nicht deutlich wird. Größtenteils werden aus der gesteigerten Wertschöpfung Rücklagen im Unternehmen gebildet.

4.6.3 Entwicklung des Ratings

Die Bonitätsratings der Konzerngesellschaften Volkswagen AG, Volkswagen Financial Services AG und Volkswagen Bank GmbH werden von den Agenturen Standard & Poor's sowie Moody's Investor Service erstellt und regelmäßig aktualisiert (vgl. Abbildung 19).

Abb. 19: Ratings von VW (vgl. Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010, S. 165)

RATINGS	VOLKSWAGEN AG			VOLKSWAGEN FINANCIAL SERVICES AG			VOLKSWAGEN BANK GMBH		
	2010	2009	2008	2010	2009	2008	2010	2009	2008
	Standard & Poor's								
kurzfristig	A-2	A-2	A-2	A-2	A-2	A-2	A-2	A-2	A-1
langfristig	A-	A-	B+	A-	A-	A-	A-	A-	B
Ausblick	negativ	negativ	stabil	negativ	negativ	stabil	stabil	negativ	negativ
Moody's Investors Service									
kurzfristig	P-2	P-2	P-2	P-2	P-2	P-2	P-1	P-1	P-1
langfristig	A1	A1	A1	A1	A1	A1	A2	A2	A2
Ausblick	stabil	stabil	positiv	stabil	stabil	positiv	stabil	FFC*	stabil

Die kurzfristigen Ratings stufen die drei Gesellschaften als sichere Anlage (vorbehaltlich unvorhergesehener gesamtwirtschaftlicher Eintrübungen) bis durchschnittlich gute Anlage ein. Dabei wird die Volkswagen Bank GmbH am positivsten gesehen. Die langfristigen Einschätzungen sind tendenziell noch ein wenig besser. Im Ausblick gehen die Agenturen von einer Verschlechterung bzw. einer gleich bleibenden Situation aus.

5 Wettbewerbsanalyse

Gesamtübersicht	Volkswagen		Daimler	
	2010	2009	2010	2009
Umsatzerlöse	126.875	105.187	97.761	78.924
(Adj.) Operatives Ergebnis (EBIT)	9.086	2.556	7.125	-172
Ergebnis vor Steuern (EBT)	8.995	1.260	6.628	-2.298
Ergebnis nach Steuern (Anteilseigner VW AG)	6.836	960	4.498	-2.640
Margen				
Bruttomarge	16,90 %	12,91 %	23,29 %	16,92 %
(Adj.) EBITDA-Marge	15,12 %	10,87 %	10,73 %	3,92 %
(Adj.) EBIT-Marge	7,16 %	2,43 %	7,29 %	-0,22 %
EBT-Marge	7,09 %	1,20 %	6,78 %	-2,91 %
Umsatzrendite nach Steuern	5,39 %	0,91 %	4,60 %	-3,34 %
Rentabilitätsanalyse				
(Adj.) Gesamtkapitalrendite	4,83 %	1,48 %	5,38 %	-0,13 %
Eigenkapitalrendite	16,83 %	2,73 %	13,50 %	-8,42 %
Einfache DuPont Analyse				
Umsatzrendite	5,39 %	0,91 %	4,60 %	-3,34 %
Kapitalumschlag	67,38 %	60,96 %	73,88 %	60,47 %
Fremdfinanzierungsgrad I	4,63	4,91	3,97	4,25
Erweiterte DuPont Analyse				
(Adj.) Operative Umsatzrendite	5,45 %	1,80 %	4,96 %	-0,18 %
Operativer Kapitalumschlag	95,67 %	86,16 %	102,34 %	82,76 %
Fremdfinanzierungsgrad II	2,26	2,47	1,87	2,10
(Adj.) Operative Vermögensrendite	5,21 %	1,55 %	5,08 %	-0,15 %
(Adj.) Nettofremdfinanzierungskosten	0,08 %	1,08 %	0,56 %	3,79 %
(Adj.) Spread	5,13 %	0,48 %	4,51 %	-3,93 %
(Adj.) Wertzuwachs (Mio. €)	6.804	581	4.900	4.577
Liquiditätsanalyse				
Liquidität 1. Grades	0,31	0,34	0,21	0,21
Liquidität 2. Grades	0,80	0,82	0,68	0,66
Liquidität 3. Grades	1,12	1,12	1,07	1,14
(Adj.) Zinsdeckung - EBIT	99,85	1,97	14,34	-0,08
(Adj.) Zinsdeckung - EBITDA	210,80	8,82	7,57	-1,62
Dynamischer Verschuldungsgrad	93,16	29,99	16,79	11,33

Working-Capital-Analyse				
Kapitalbindung (CCC)	34,91	42,55	58,35	75,09
Operative Umschlagsdauer (OUD)	73,06	83,86	89,95	110,93
Kundenziel	18,09	20,23	23,29	28,40
Umschlagsdauer der Vorräte	54,97	63,63	66,66	82,53
Lieferantenziel	38,14	41,31	31,60	35,84
Kapitalstrukturkennzahlen				
Verschuldungsgrad	3,34	4,02	2,73	3,26
Fremdkapitalquote	76,94 %	80,09 %	73,22 %	76,51 %
Eigenkapitalquote	23,06 %	19,91 %	26,78 %	23,49 %
Vermögensstrukturkennzahlen				
Sachanlagenintensität	19,01 %	19,72 %	27,62 %	26,78 %
Abschreibungsquote	5,16 %	5,06 %	6,39 %	6,58 %
Anlagenabnutzungsgrad	64,52 %	64,81 %	66,56 %	67,82 %
Kennzahlen Produktivität und Beschäftigung				
Personalaufwandsquote	15,00 %	15,24 %		
Lohnniveau (Tsd. €)	48,97	43,70		
Durchschnittliche Löhne und Gehälter Beschäftigte (Tsd. €)	48,88	43,65		
Durchschnittliche Vorstandsvergütung (Mio. €)	4,58	2,67	5,62	2,56
Verhältnis Vorstandsvergütung zu Löhnen und Gehältern Beschäftigte	93,79	61,27		
Umsatzerlöse je Mitarbeiter (Mio. €)	0,33	0,29	0,38	0,31
(Adj.) Operatives Ergebnis je Mitarbeiter (Tsd. €)	23,39	6,97	0,03	0,00
Wertschöpfung je Mitarbeiter (Tsd. €)	84,73	60,04		
Anteil Beschäftigte Inland	46,66 %	47,06 %		
Wertschöpfung				
Entstehungsrechnung	40.526	30.638		
(Adj.) Verteilungsrechnung	28.113	18.583		
Kapitalmarktorientierte Kennzahlen				
Ergebnis je Stammaktie (€)	15,17	2,37	4,28	-2,63
Ergebnis je Vorzugsaktie (€)	15,23	2,43		
Kurs-Gewinn-Verhältnis Stammaktie	6,98	32,49	11,85	-14,16
Kurs-Gewinn-Verhältnis Vorzugsaktie	7,97	27,05		
Dividendenrendite Stammaktie	2,08 %	2,08 %	3,65 %	0 %
Dividendenrendite Vorzugsaktie	1,86 %	2,53 %		
Ausschüttungsquote	15,13 %	78,54 %	43,82 %	0 %

Gemessen an den **Umsatzerlösen** ist VW 2010 im Vergleich mit Daimler zwar der „größere Player“ (VW: 126.875 Mio. €; Daimler: 97.761 Mio. €), verzeichnet jedoch mit 20,62 % ein geringeres Umsatzwachstum als der Stuttgarter Konkurrent (23,87 %). Daimler konnte im Vergleich zum Vorjahr nicht nur einen größeren Umsatzzuwachs als VW erzielen, sondern auch die **Absatzzahlen** deutlich steigern. So liegt Daimler mit einer Steigerung von 22,58 % vor seinem Konkurrenten VW mit einer Steigerung von 13,68 %. Jedoch liegt VW in absoluten Zahlen mit 7,3 Mio. verkauften Fahrzeugen weit vor seinem Konkurrenten Daimler mit 1,9 Mio. verkauften Fahrzeugen. Hier werden Unterschiede in der **strategischen Ausrichtung** der beiden Unternehmen deutlich: Während Daimler als Premiumanbieter mit geringen Absatzzahlen und höheren Preisen mehr einen Preisdifferenzierer darstellt, generiert VW als Kostenführer seine Umsätze mit höheren Absatzmengen und niedrigeren Preisen. Bei der **EBT-Marge** und **Umsatzrendite nach Steuern** ist VW mit 7,09 % und 5,39 % stärker (Daimler: 6,78 % und 4,60 %). VW profitiert von einem sehr positiven adjustierten Finanzergebnis, das diese Unterschiede begründet. Die (**adj.**) **EBIT-Marge** der beiden Konkurrenten ist mit 7,16 % für VW und 7,29 % für Daimler nahezu identisch. Beide Konzerne konnten ihre Margen gegenüber dem Krisenjahr 2009 deutlich verbessern. VW weist bezüglich der Profitabilität keine wesentlichen Unterschiede zu seinem Wettbewerber aus.

Im Vergleich zu 2009 konnten sowohl Daimler als auch VW ihre Renditen steigern. Die (**adj.**) **Gesamtkapitalrendite** von VW liegt mit 4,83 % (2009: 1,48 %) leicht unter der des Daimler-Konzerns mit 5,38 % (2009: -0,13 %). Die **Eigenkapitalrendite** von VW ist jedoch mit 16,83 % (Vorjahr: 2,73 %) höher als die von Daimler 13,50 % (2009: -8,42 %).

Die **erweiterte DuPont-Analyse** gibt Aufschluss über die wesentlichen Treiber der Eigenkapitalrendite. Beide Unternehmen haben eine vergleichbare (**adj.**) operative Umsatzrendite (VW: 5,45 %; Daimler: 4,96 %); VW ist dabei leicht profitabler als sein Wettbewerber. Hingegen weist Daimler einen höheren operativen Kapitalumschlag (1,02) aus und setzt somit sein Kapital effizienter ein als VW (0,96). Die leicht geringere (**adj.**) operative Umsatzrendite gegenüber seinem Konkurrenten gleicht Daimler somit teilweise durch den Effizienzvorsprung wieder aus. Schwerer ins Gewicht fällt der Fremdfinanzierungsgrad II, der für VW deutlich höher ist (2,26) und somit einen wesentlichen Treiber darstellt. Dieser ermöglicht es VW, eine deutlich höhere Eigenkapitalrendite als der Wettbewerber Daimler auszuweisen. Diese Erkenntnis deutet jedoch auch auf ein höheres Risiko hin. So wird VW im Falle einer negativen operativen Umsatzrendite eine deutlich

schlechtere Eigenkapitalrendite aufweisen als sein Wettbewerber, verstärkt durch das zusätzliche Fremdkapital.

Die **Liquiditätsanalyse** ergibt ähnliche Liquiditätsgrade der beiden Unternehmen. Insgesamt liegen die Liquiditätsgrade von VW jedoch leicht über denen von Daimler. VW hält somit einen höheren Bestand an liquiden Mitteln in Relation zu den kurzfristigen Schulden als der Konkurrent. Deutliche Unterschiede ergeben sich in der Zinsdeckung: VW kann mit dem (adj.) operativen Ergebnis das um operative Bestandteile bereinigte Finanzergebnis deutlich besser bedienen als Daimler. Dies ist zurückzuführen auf das deutlich höhere adj. EBIT/EBITDA von VW und auf ein geringeres bereinigtes Finanzergebnis. VW schneidet in der Liquiditätsanalyse im Vergleich zu seinem Wettbewerber besser ab, die Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit ist im Wettbewerbsvergleich für VW geringer.

Der **dynamische Verschuldungsgrad** zeigt: VW benötigt deutlich mehr Zeit, um aus dem operativen Cashflow abzüglich der Abschreibungen seine effektiven Schulden zu bedienen. Während Daimler 17 Jahre (2009: 11 Jahre) benötigte, würde es bei VW 93 Jahre (Vorjahr: 30 Jahre) dauern. Zurückzuführen sind diese Unterschiede auf einen deutlich geringeren operativen Cashflow abzüglich Abschreibungen von VW. Die Innenfinanzierungskraft für den Konkurrenten Daimler ist größer, hinzu kommt ein relativ zum operativen Cashflow höherer Bestand an effektiven Schulden für VW. Diese Entwicklung bei VW muss beobachtet werden. Wird dieser Trend fortgeführt, besteht die Gefahr, dass VW seine effektiven Schulden über einen sehr langen Zeitraum nicht mit generierten Zahlungsmitteln aus den operativen Tätigkeiten bedienen kann und somit verstärkt auf eine stetige Refinanzierung angewiesen ist. Im Vergleich zu seinem Wettbewerber macht diese Entwicklung bei VW einen negativen Eindruck.

Das **Working-Capital-Management** von VW ist im Vergleich zum Konkurrenten Daimler effizienter. So ist die Kapitalbindung bei VW mit 35 bzw. 43 Tagen deutlich kürzer (Daimler: 58 bzw. 90 Tage). Dies hat positive Effekte auf die Liquidität und Profitabilität von VW, relativ zu seinem Wettbewerber.

Die **Kapitalstruktur** der beiden Wettbewerber ist sehr ähnlich und auch im Zeitablauf weitgehend konstant. Während die Daimler AG eine Eigenkapitalquote von 27 % aufweist, ist diese bei VW mit 23 % etwas geringer. VW ist zu einem größeren Anteil mit Fremdkapital finanziert als sein Wettbewerber. Ein höherer Fremdkapitalanteil kann die Leistung eines profitablen Unternehmens steigern, jedoch auch eine schlechte Leistung eines unprofitablen Unternehmens verschlechtern. Unabhängig davon, wie profitabel VW im Vergleich zu seinem

Wettbewerber Daimler ist – der höhere Fremdkapitalanteil von VW wird zu einem verstärkenden Effekt führen.

Die **Sachanlagenintensität** von Daimler ist mit 27,62 % deutlich höher als die von VW. Während sie bei Daimler im Vergleich zu 2009 (26,78 %) gestiegen ist, sank sie bei VW auf 19,01 % (2009: 19,72 %). Es ist demnach davon auszugehen, dass VW wesentlich flexibler auf ökonomische Veränderungen reagieren kann als sein Wettbewerber.

Sowohl die **durchschnittlichen Löhne und Gehälter** als auch die **durchschnittlichen Gehälter der Vorstände** sind für VW gestiegen. Während sich die durchschnittlichen Löhne und Gehälter um 11,98 % erhöhten, stiegen die durchschnittlichen Gehälter der Vorstände um 71,41 % bei VW und um 119,40 % bei Daimler. Leider lassen sich aufgrund unzureichend kommunizierter Personalaufwendungen von Daimler keine näheren Vergleiche ziehen.

Das **Ergebnis je Aktie** der Daimler AG ist mit 4,28 (Vorjahr: -2,63) deutlich niedriger als das Ergebnis je Stammaktie von VW mit 15,17 (Vorjahr: 2,37) und das Ergebnis je Vorzugsaktie mit 15,23 (Vorjahr: 2,43). Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis** beträgt für VW 6,98 bzw. 7,97 für Stamm- und Vorzugsaktien; für Daimler 11,85. Das deutlich höhere Kurs-Gewinn-Verhältnis von Daimler deutet auf eine Unterbewertung der VW-Aktien hin.

6 Trendanalyse

Zusätzlich zur bisherigen vergangenheitsbezogenen Analyse soll in diesem Abschnitt auf der Grundlage einer **Fünfjahresübersicht** über den Zeitraum 2006 bis 2010 (siehe Anhang B) ein Ausblick für das folgende Geschäftsjahr 2011 sowie für das darauf folgende Geschäftsjahr 2012 gegeben werden.

6.1 Erstes Szenario: Lineare Fortschreibung

Eine lineare Fortschreibung der Durchschnittsentwicklung der Jahre 2008 bis 2010 führt für 2011 und 2012 zu folgenden Annahmen und Pro-forma-Abschlüssen:

- Die Umsatzerlöse wachsen 2011 und 2012 mit 5 % pro Jahr.
- Die meisten wesentlichen GuV-Positionen entwickeln sich proportional zu den Umsatzerlösen.
- Folgende Margen werden erwartet:
 - Bruttomarge: 15 % (2011 und 2012)
 - Adj. EBIT-Marge: 7 % (2011 und 2012)
 - EBT-Marge: 6 % (2011 und 2012)
- Die Aktiva werden im Wesentlichen von der Umsatzentwicklung getrieben.
- Die Finanzschulden ergeben sich aus einer angenommenen Zielkapitalstruktur von 66,7 %.
- Das Eigenkapital ergibt sich als Restgröße, die die Bilanz zum Ausgleich bringt.
- Die vereinfachte Kapitalflussrechnung kann aus den bestehenden Rechenwerken vergangener Perioden lediglich annäherungsweise hergeleitet werden. Aus diesem Grund wird die Kapitalflussrechnung im Folgenden ausschließlich für die vorausblickenden Geschäftsjahre erstellt. Hierzu wird eine Abschreibungsquote für immaterielle Vermögenswerte in Höhe von 15 % und für Sachanlagen in Höhe von 5 % unterstellt.

Verkürzte Konzern-GuV (Mio. €)	2012e	2011e	2010	2009	2008
Umsatzerlöse	139.880	133.219	126.875	105.187	113.808
Herstellungskosten des Umsatzes	-118.898	-113.236	-105.431	-91.608	-96.612
Bruttoergebnis	20.982	19.983	21.444	13.579	17.196
Vertriebskosten	-13.988	-13.322	-12.213	-10.537	-10.552
Verwaltungskosten	-3.497	-3.330	-3.287	-2.739	-2.742
Sonstige operative Aufwendungen/ Erträge	6.295	5.995	3.142	2.253	3.341
Adj. operatives Ergebnis (EBIT)	9.792	9.325	9.086	2.556	7.243
Finanzierungsaufwendungen	-2.563	-2.442	-2.144	-2.268	-1.815
Übriges Finanzergebnis	1.164	1.110	2.053	972	1.180
Adj. Finanzergebnis	-1.399	-1.332	-91	-1.296	-635
Ergebnis vor Steuern (EBT)	8.393	7.993	8.995	1.260	6.608
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2.098	-1.998	-1.767	-349	-1.920
Ergebnis nach Steuern (Konzern)	6.295	5.995	7.228	911	4.688
Minderheitenanteile am Konzern- ergebnis	-364	-346	-392	49	65
Ergebnis nach Steuern (Anteil- eigner VW AG)	5.931	5.649	6.836	960	4.753

Die lineare Fortschreibung deutet auf ein in zukünftigen Perioden leicht sinkendes Ergebnis nach Steuern hin – bei geringfügig ansteigendem adj. EBIT. Demnach folgt auf 2010 als „Ausreißer“ wieder ein etwas schwächeres Jahr. Die Entwicklung ist begründet durch erhöhte zukünftige Finanzierungsaufwendungen und ein niedrigeres konterkarierendes übriges Finanzergebnis. Die relative Veränderung zwischen der prognostizierten EBT- und adj. EBIT-Marge ergibt sich aufgrund eines sehr geringfügig negativen adj. Finanzergebnisses im Jahr 2010. Für die Folgeperioden wird mit einem Rückgang des übrigen Finanzergebnisses gerechnet. Die erhöhten Finanzierungsaufwendungen sind Konsequenz des Anstiegs der finanziellen Verbindlichkeiten bzw. eines Anstiegs der Bilanzsumme insgesamt.

Verkürzte Konzernbilanzen (Mio. €)	2012e	2011e	2010	2009	2008
Langfristige Vermögenswerte					
Immaterielle Vermögenswerte	15.542	14.802	13.104	12.907	12.291
Sachanlagen: eigengenutzt	31.084	29.604	25.847	24.444	23.121
Sachanlagen: vermietet (Financial Services)	13.171	12.544	12.064	10.504	10.039
Finanzanlagen (Beteiligungen)	12.007	11.435	14.168	10.928	6.956
Forderungen aus Finanzdienstleistungen	41.141	39.182	35.817	33.174	31.855
Sonst. Forderungen und finanzielle Vermögenswerte	10.597	10.092	12.456	7.445	7.494
Summe langfristige Vermögenswerte	123.543	117.660	113.456	99.402	91.756
Kurzfristige Vermögenswerte					
Vorräte	19.983	19.031	17.631	14.124	17.816
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7.480	7.124	6.883	5.692	5.969
Forderungen aus Finanzdienstleistungen	34.117	32.492	30.164	27.403	27.035
Sonstige Forderungen und finanzielle Vermögenswerte	9.581	9.125	7.087	6.689	11.092
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	23.007	21.911	24.171	23.869	13.244
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	0	0	0	0	1.007
Summe kurzfristige Vermögenswerte	94.167	89.683	85.936	77.777	76.163
Bilanzsumme	217.710	207.343	199.392	177.179	167.919
Eigenkapital					
Gezeichnetes Kapital und Kapitalrücklage	7.941	9.319	10.517	6.381	6.375
Gewinnrücklagen	42.835	39.058	35.461	28.901	28.636
Eigenkapital vor Minderheiten	50.776	48.377	45.978	35.282	35.011
Anteile von Minderheiten am Eigenkapital	2.932	2.793	2.734	2.149	2.377
Summe Eigenkapital	53.708	51.170	48.712	37.431	37.388

Langfristige Schulden

Finanzielle Verbindlichkeiten	40.682	38.759	37.159	36.993	33.257
Sonstige Verbindlichkeiten	7.448	7.094	6.411	5.252	6.889
Rückstellungen für Pensionen	16.273	15.504	15.432	13.936	12.955
Sonstige Rückstellungen	16.652	15.859	14.780	14.034	12.628
Summe langfristige Schulden	81.055	77.216	73.782	70.215	65.729

Kurzfristige Schulden

Finanzielle Verbindlichkeiten	44.750	42.635	39.852	40.606	36.123
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	13.557	12.855	12.544	10.225	9.676
Sonstige Verbindlichkeiten	11.190	10.658	10.913	8.310	8.604
Sonstige Rückstellungen	13.450	12.809	13.590	10.393	9.633
Verbindlichkeiten assoz. mit Vermögenswerten held for sale	0	0	0	0	766
Summe kurzfristige Schulden	82.947	78.957	76.899	69.534	64.802

Bilanzsumme	217.710	207.343	199.393	177.180	167.919
--------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Der steigende Umsatz erfordert eine Ausweitung der Kapazitäten. Dies wird erzielt durch höhere Investitionen. Daher wird von einer steigenden Entwicklung der immateriellen Vermögenswerte und der Sachanlagen ausgegangen. Aus der Ausweitung der Umsätze müsste zudem ein höherer Bestand an Working Capital folgen. Die prognostizierten Posten der Aktivseite der Bilanz erfordern einen erhöhten Bedarf an Kapital. Wird ein konstantes Verhältnis von Finanzschulden und operativem Nettovermögen von 66,70 % unterstellt, würden sich das Eigenkapital sowie das Fremdkapital und damit die Bilanzsumme entsprechend erhöhen.

Verkürzte Konzernkapitalflussrechnungen (Mio. €)

	2012e	2011e
Zahlungsmittel Anfangsbestand	21.911	24.171
Ergebnis nach Steuern	6.295	5.995
Planmäßige Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	2.220	1.966
Planmäßige Abschreibungen auf Sachanlagen u. a. Vermögenswerte	2.107	1.896
Finanzanlagen	-572	2.733

Veränderung der Vorräte	-952	-1.400
Veränderung der Forderungen (ohne Finanzdienstleistungsbereich)	-1.317	85
Veränderung der Verbindlichkeiten (ohne Finanzschulden)	1.590	738
Veränderung der Rückstellungen	2.202	371
Veränderung der Forderungen aus Finanzdienstleistungen	-3.584	-5.693
Cashflow laufendes Geschäft	7.990	6.689
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-2.960	-3.664
Investitionen in Sachanlagen	-4.215	-6.133
Cashflow Investitionstätigkeit	-7.175	-9.797
Kapitaleinzahlungen	-1.378	-1.198
Dividendenzahlung	-2.518	-2.398
Kapitaltransaktionen mit Minderheiten	140	59
Veränderung der Finanzschulden	4.036	4.384
Cashflow Finanzierungstätigkeit	280	847
Veränderung der Zahlungsmittel	1.096	-2.261
Zahlungsmittel Endbestand	23.007	21.910

Die prognostizierte Kapitalflussrechnung spiegelt diese Entwicklung ebenfalls wider. Der deutlich positive operative Cashflow lässt auf ein hohes Innenfinanzierungspotenzial schließen. Der erhöhte Investitionsbedarf wird hingegen in dem zukünftig stark negativen Cashflow aus Investitionstätigkeit reflektiert. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit ist positiv. Dies wird bedingt durch eine notwendige weitere Fremdkapitalaufnahme, die sich im Anstieg der Finanzschulden zeigt. Es kommt zu Kapitalrückzahlungen an die Eigenkapitalgeber, da eine Theaurierungsquote des Jahresüberschusses in Höhe von 60,00 % völlig ausreichend ist, um den erhöhten Eigenkapitalbedarf des Unternehmens zu decken. Dieser wird notwendig, um das Verhältnis von Finanzschulden und operativem Nettovermögen bei einer Erhöhung der Aktivposten des Unternehmens konstant zu halten.

6.2 Zweites Szenario: Prognosen des Managements

Der VW-Prognosebericht 2010 (vgl. Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010) enthält wenige quantitative Prognosen, die als konkrete Zahlenwerte in die Ermittlung der Pro-forma-Abschlüsse für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 eingehen können. Folgendes lässt sich jedoch sagen:

- Laut Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010 (S. 219) ist geplant, in den Jahren 2011 bis 2015 eine Summe von 53,5 Mrd. € in Sachanlagen (41,3 Mrd. €), aktivierte Entwicklungskosten (10,3 Mrd. €) und Finanzanlagen (netto 1,9 Mrd. €) zu investieren. Geht man von einer Gleichverteilung dieser Volumina aus, so ergeben sich für 2011 und 2012 jeweils Beträge von 8,26 Mrd. € für Sachanlagen, 2,06 Mrd. € für Entwicklungskosten und 0,38 Mrd. € für Finanzanlagen. Unter Berücksichtigung einer geschätzten Abschreibungsquote von 5 % für Sachanlagen und 15 % für immaterielle Vermögenswerte ergeben sich daraus folgende Annahmen für die Bestände an Sachanlagen, aktivierten Entwicklungskosten und Finanzanlagen in den Jahren 2011 und 2012:

Verkürzte Konzernbilanz	2012e	2011e	2010	2009	2008
Langfristige Vermögenswerte					
Immaterielle Vermögenswerte	13.284	13.203	13.104	12.907	12.291
Sachanlagen: eigengenutzt	36.522	31.199	25.847	24.444	23.121
Sachanlagen: vermietet (Financial Services)	17.058	14.559	12.064	10.504	10.039
Finanzanlagen (Beteiligungen)	14.928	14.544	14.168	10.928	6.956

Im Vergleich zur linearen Fortschreibung würden die immateriellen Vermögenswerte in den Perioden 2011 und 2012 basierend auf der Prognose von VW deutlich geringer steigen. Stattdessen wäre von einem deutlichen Anstieg der Sachanlagen auszugehen, der wesentlich über dem der Trendfortschreibung liegt.

- Vgl. Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht, S. 221: Die Umsatzrendite vor Steuern soll langfristig auf mindestens 8 % gesteigert werden. Auch wird 2011 und 2012 von gegenüber den Vorjahren gestiegenen Absatz- sowie Umsatz- und operativen Ergebniszahlen ausgegangen, diese jedoch nicht quantifiziert. Das Umsatzwachstum wird im Folgenden auf 5 % geschätzt und die EBT-Marge auf 8 %. Wird ein leicht negativeres Finanzergebnis als das durchschnittliche Finanzergebnis der Vorjahre angenommen, ergibt sich eine EBIT-Marge von 9 %. Die GuV könnte sich somit in Folgejahren wie folgt entwickeln:

Verkürzte Konzern-GuV (Mio. €)	2012e	2011e	2010	2009	2008
Umsatzerlöse	139.880	133.219	126.875	105.187	113.808
Herstellungskosten des Umsatzes	-118.898	-113.236	-105.431	-91.608	-96.612
Bruttoergebnis	20.982	19.983	21.444	13.579	17.196
Vertriebskosten	-13.988	-13.322	-12.213	-10.537	-10.552
Verwaltungskosten	-3.497	-3.330	-3.287	-2.739	-2.742
Sonstige operative Aufwendungen/ Erträge	9.092	8.659	3.142	2.253	3.341
Adj. operatives Ergebnis (EBIT)	12.589	11.990	9.086	2.556	7.243
Finanzierungsaufwendungen	-2.563	-2.442	-2.144	-2.268	-1.815
Übriges Finanzergebnis	1.164	1.110	2.053	972	1.180
Adjustiertes Finanzergebnis	-1.399	-1.332	-91	-1.296	-635
Ergebnis vor Steuern (EBT)	11.190	10.658	8.995	1.260	6.608
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2.798	-2.664	-1.767	-349	-1.920
Ergebnis nach Steuern (Konzern)	8.393	7.993	7.228	911	4.688
Minderheitenanteile am Konzern- ergebnis	-485	-461	-392	49	65
Ergebnis nach Steuern (Anteils- eigner VW AG)	7.908	7.532	6.836	960	4.753

7 Analysefazit und mögliche Fragen an die Unternehmensleitung

7.1 Fazit der Analyse

2010 war ein gutes Jahr für VW. Das Ausmaß der Konjunkturerholung gegenüber dem von Krise und Abwrackprämie gezeichneten „Sonderjahr 2009“ überraschte. Von dieser Erholung profitierten die meisten Automobilhersteller, wenn auch unterschiedlich stark.

Die nächsten Jahre werden zeigen, wie nachhaltig der jüngste Aufwärtstrend bei VW ist. Mitentscheidend dafür werden die Entwicklungen in den stark wachsenden Märkten der Schwellenländer sein, denen VW einen großen Teil seines jüngsten Absatzwachstums verdankt. Hinzu treten die weiterhin volatilen Zins- und Wechselkursverläufe sowie Rohstoffpreise, die den Umsatz beeinflussen. Zudem stehen erhebliche Erhaltungs- und Erweiterungsinvestitionen an, deren Finanzierung VW aus dem eigenen operativen Cashflow allein voraussichtlich nicht wird stemmen können. Die volle „Kriegskasse“ von fast 20 Mrd. € kann hier helfen, ist aber möglicherweise für andere Zwecke vorgesehen.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 hat der Vorstand seine gestalterischen Möglichkeiten unserer Ansicht nach dazu genutzt, um ein eher vorsichtiges Bild von der finanziellen Situation des Konzerns zu zeichnen. Diese „vorsichtige“ Bilanzierung ist ein zweischneidiges Schwert: Mit ihrer Hilfe werden stille Reserven gelegt, die in schlechten Zeiten ebenso still wieder aufgelöst werden können und dann helfen können, die wahre Ergebnislage zu verschleiern. Hierauf ist bei der nächsten Krise zu achten.

Aus Sicht der Arbeitnehmer ist von besonderem Interesse, wie gut es der Konzernführung gelingen wird, die Beschäftigten an dem neuen Reichtum teilhaben zu lassen. Die Analyse zeigt: Bereits 2010 nahmen die Arbeitnehmer nur stark unterproportional am Umsatz und Gewinnwachstum teil und die Schere zwischen Vorstandsvergütung und dem Lohn des Kollegen „am Band“ klapft zunehmend auseinander. Es ist zu erwarten, dass neue Personalkapazitäten vor allem in den Wachstumsmärkten geschaffen werden, in denen niedrige Personalkosten vorherrschen. Dies ist betriebswirtschaftlich richtig und wichtig. Dennoch sollte die starke Entwicklung im Jahr 2010 – die sich offenbar auch 2011 unvermindert

fortsetzt – auch Spielräume für Lohnerhöhungen und Neueinstellungen an den heimischen Standorten bieten.

7.2 Mögliche Fragen an die Unternehmensleitung

Die Analyse fördert einige Bereiche zutage, die kritisch zu hinterfragen sind:

- Wie sichert sich VW gegen Konjunkturinbrüche in den zurzeit stark wachsenden Schwellenländern wie zum Beispiel China ab?
 - Antwortszenarien:
VW operiert weltweit/VW hat ein breites Marktportfolio. Jedoch sind Schwellenländer wesentlicher Treiber des Absatzwachstums. Zur Ausweitung der Kapazität müssen Investitionen getätigt werden, die z. B. durch zusätzliche Kapitalbindung Risiken schaffen. Können diese Risiken durch andere Märkte aufgefangen werden? Was wären die Konsequenzen, wenn dies nicht möglich ist?
- Laut Konzernlagebericht (vgl. Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010, S. 219) strebt der Vorstand mittelfristig eine Kapitalrendite von 16 % an. Im Rekordjahr 2010 wurden 13,5 % erreicht (ebd., S. 177).
 - Wie plant der Vorstand, die angestrebte Kapitalrendite zu erreichen?
 - Antwortszenarien:
Zusätzliche profitable Investitionen
Fraglich ist: Welche Risiken bringen die neuen Investitionen? Sind diese kalkulierbar? Welche Gefahren bergen die Investitionen, wenn sich diese als unprofitabel herausstellen?
 - Von welchen äußeren Entwicklungen hängt die Kapitalrendite ab? Wie ist der Konzern gegen Negativentwicklungen abgesichert?
 - Antwortszenarien:
Konjunkturerwicklungen
Es besteht die Gefahr, dass durch das Anstreben höherer Renditen eine stärkere Abhängigkeit von konjunkturellen Entwicklungen besteht, zum Beispiel durch riskantere Investitionen und eine höhere Kapitalbindung.
Zusätzliche Absicherung durch Default Swaps und Wechselkursabsicherungen

Hedging-Aktivitäten sind stark abhängig von der Ausfallwahrscheinlichkeit der Vertragspartner, die auf jeden Fall hinterfragt werden sollte. Auch die Effektivität der Hedging-Aktivitäten sollte hinterfragt werden.

- Welche weiteren Kostensenkungen sind hierfür vorgesehen? Welche Implikationen hat dies für die Beschäftigten?
- Warum werden ausgerechnet 16 % angestrebt, obwohl der Mindestverzinsungsanspruch der Kapitalgeber („Kapitalkosten“) mit zurzeit 6,3 % deutlich darunter liegt (vgl. Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010, S. 176 f.)?
 - Antwortszenarien:
Wettbewerbsdruck
Fraglich ist, ob passende Vergleiche getroffen werden. Möglich ist auch, dass insgesamt zu ehrgeizige Ziele angestrebt werden, die sonstige Risiken vernachlässigen. Was wären mögliche Konsequenzen, wenn die Ziele nicht verfolgt bzw. erreicht würden?
- Während die F&E-Investitionen gegenüber 2009 deutlich gewachsen sind, ist die Aktivierungsquote stark gesunken (7 Prozentpunkte). Woran liegt das?
 - Antwortszenarien:
Überproportionales Wachstum bei der Grundlagenforschung.
Generell positiv zu beurteilen.
Weniger Projekte erreichten die Marktreife
Problematisch, da die Investitionen keinen künftigen Nutzen bringen werden.
Bilanzpolitik
Man rechnet sich „arm“ durch andere Abgrenzung der F&E-Kosten und/oder durch eine geringere Aktivierungsquote. Die verfolgte Absicht müsste begründet werden.
- VW hat 2010 relativ „vorsichtig“ bilanziert, beispielsweise bei F&E-Kosten, Finanzimmobilien und Pensionsrückstellungen.
 - Warum wird diese Bilanzierungsstrategie verfolgt?
 - Offenbar tragen die Wirtschaftsprüfer dies mit. Gab es Meinungsverschiedenheiten?
 - Antwortszenarien:
Regelungen beinhalten „natürliche“ Grauzonen

Unproblematisch, sofern nicht bewusst Informationen vorenthalten werden, und die Spielräume nicht so weit ausgenutzt werden, dass letztendlich gegen geltende Regelungen verstoßen wird.

Meinungsverschiedenheiten bestanden, wurden aber einvernehmlich gelöst

Auch Wirtschaftsprüfer können Anreizkonflikte haben. Beispielsweise besteht die Gefahr, ein Mandat zu verlieren, jedoch unterliegen Wirtschaftsprüfer hohen rechtlichen und ethischen Standards.

- Ist zukünftig eine Umkehrung dieser Bilanzierungsstrategie geplant?

- Antwortszszenarien:

Bewusst geplant

Es wäre zu hinterfragen: Welche weiteren Ziele werden damit verfolgt? Inwieweit ist eine Umkehr möglich? Denn dies würde eine inkonsistente Darstellung gleicher Sachverhalte über verschiedene Perioden bedeuten.

Nicht geplant

Möglich ist, dass Bilanzierungsstrategien zwangsweise aufgegeben werden müssen, beispielsweise wenn die Aktivierung von F&E Kosten unumgänglich wird. Mögliche Konsequenzen sind zu bedenken.

- Bei der Berechnung des Kapitalkostensatzes (vgl. Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010, S. 176) fällt Folgendes auf: Einerseits wechselt VW im Jahr 2010 den Vergleichsindex zur Berechnung des Beta-Faktors. Der Wechsel wurde laut VW notwendig, da im DAX ein Wechsel der Aktiegattung hin zu den Vorzugsaktien stattgefunden habe und der Konzern erheblichen Kurschwankungen ausgesetzt gewesen sei. Im Jahr 2010 erhöht sich dadurch der Beta-Faktor um 0,12. Außerdem wurde der Beta-Faktor nun auf Basis der Vorzugsaktien anstatt wie bisher auf Basis der Stammaktien berechnet. Zusätzlich ist der Zinssatz für risikofreie Anlagen im Jahr 2010 deutlich auf 3,0 gesunken (Vorjahr: 4,1). Der Zinssatz für risikofreie Anlagen basiert auf dem langfristiger Bundesanleihen. Die exakte Laufzeit der verwendeten Anleihen kann nicht festgestellt werden, je nach Länge variiert der Zinssatz deutlich. Unter der Annahme, dass VW eine Bundesanleihe mit einer Laufzeit von 10 Jahren für die Berechnung heranzieht, scheint der verwendete Zinssatz weitgehend plausibel,²⁵ bewegt sich allerdings eher an der Untergrenze des Zinssatzes

25 Vgl. http://www.bundesbank.de/download/kredit/kredit_strip_juli.pdf

für risikofreie Anlagen. Dieser geringe Kapitalkostensatz führt tendenziell zu einem höheren Wertbeitrag, aber auch zu höheren Rückstellungen, die auf Barwerten beruhen. Fraglich ist: Inwieweit wird der Kapitalkostensatz mit Absicht tendenziell niedrig geschätzt?

- Antwortszenarien:

Beabsichtigt

Wurden mögliche Konsequenzen einer Umkehr der Effekte bedacht? Wenn die Berechnung zukünftig nicht weiter vertreten werden kann, müssen mögliche Konsequenzen bedacht werden sowie der Umgang mit diesen.

- In der Konzern-GuV nach IFRS werden die Ergebnisbeiträge der At-Equity-bilanzierten chinesischen Gemeinschaftsunternehmen nicht im operativen Ergebnis, sondern als Teil des Finanzergebnisses ausgewiesen. Damit fällt das operative Ergebnis um rund 2 Mrd. € „zu niedrig“ aus. Wie die Wertbeitragsrechnung zeigt, gehören diese Ergebnisbeiträge ökonomisch jedoch zum operativen Geschäft (vgl. Volkswagen-Konzern Geschäftsbericht 2010, S. 177).
 - Warum kommt es in der Konzern-GuV nach IFRS zu dieser ökonomisch fragwürdigen Behandlung der Ergebnisbeiträge der At-Equity-bilanzierten chinesischen Gemeinschaftsunternehmen als Teil des Finanzergebnisses?
 - Welche Auswirkungen hat dieser Ausweis für die Mitarbeiter? Gibt es beispielsweise Vereinbarungen, nach denen variable Entlohnungsbestandteile an das operative Ergebnis geknüpft sind, das folglich durch ein Herausrechnen der Ergebnisbeiträge der At-Equity-bilanzierten chinesischen Gemeinschaftsunternehmen „künstlich“ niedrig gehalten wird? Könnte ein solcher Effekt auch die insgesamt „vorsichtige“ Bilanzierung erklären?
- Wie wirken sich Umsatz- und Ergebnissteigerungen auf die Mitarbeiter aus?
 - Entstehen neue Arbeitsplätze? Wenn ja, wo?
 - Antwortszenarien:

Ja

Die neu geschaffenen Arbeitsplätze könnten nur temporär geschaffen werden. Auch eine schleichende örtliche Verlegung der Belegschaft ist möglich, wenn dafür zukünftig an anderer Stelle Arbeitsplätze gekürzt werden.
 - Gibt es Lohnerhöhungen oder andere Vorteile für die Belegschaft?

- Antwortszenarien:
Ja
Eine gerechte Verteilung sollte hinterfragt werden. Zu fragen ist auch:
Inwieweit sind die Lohnerhöhungen und Vorteile zukünftig tragbar?

- VW verfügt über eine „volle Kriegskasse“ von fast 20 Mrd. €. Was ist damit geplant?
 - Akquisitionen? Sonstige Investitionen?
 - Antwortszenarien:
Beabsichtigt
Fraglich ist: Welche Risiken bringen die neuen Investitionen? Sind diese kalkulierbar? Welche Gefahren bergen die Investitionen, wenn sich diese als unprofitabel herausstellen?
 - Allgemeine Risikovorsorge?
 - Ausschüttungen/Aktienrückkauf?
 - Fremdkapitaltilgung?
 - Antwortszenarien:
Ja
Risiken können damit minimiert werden. Jedoch kann dadurch auch die Eigenkapitalrendite sinken.

- Die Analyse zeigt eine hohe Abschreibungsquote. Dies deutet darauf hin, dass in den nächsten Jahren erhebliche Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen anstehen. Wie sollen diese finanziert werden? Welche Auswirkungen wird dies haben?

- Welche zukünftige Entwicklung des dynamischen Verschuldungsgrades bzw. des operativen Cashflows und der effektiven Schulden ist absehbar? Eine wesentliche Verschlechterung wäre bedenklich. Aufgrund einer mangelhaften Innenfinanzierung muss die externe Refinanzierung gesichert sein.

Anhang

A Herleitung des verkürzten Strukturabschlusses

1. Überleitung Gewinn- und Verlustrechnung

GuV (Mio. €)	2009	2010	Verkürzte Konzern-GuV (Mio. €)	2010	Struktur -GuV	2009	Struktur -GuV
Umsatzerlöse	105.187	126.875	Umsatzerlöse	126.875	100,00 %	105.187	100,00 %
Kosten der Umsatzerlöse	-91.608	-105.431	Herstellungskosten des Umsatzes	-105.431	-83,10 %	-91.608	-87,09 %
Bruttoergebnis	13.579	21.444	Bruttoergebnis	21.444	16,90 %	13.579	12,91 %
Vertriebskosten	-10.537	-12.213	Vertriebskosten	-12.213	-9,63 %	-10.537	-10,02 %
Verwaltungskosten	-2.739	-3.287	Verwaltungskosten	-3.287	-2,59 %	-2.739	-2,60 %
Sonstige betriebliche Erträge	7.904	7.648	Sonstige operative Aufwendungen/Erträge	3.142	2,48 %	2.253	2,14 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-6.352	-6.450	Adj. operatives Ergebnis (EBIT)	9.086	7,16 %	2.556	2,43 %
Operatives Ergebnis	1.855	7.141	Finanzierungsaufwendungen	-2.144	-1,69 %	-2.268	-2,16 %
Ergebnis aus At-Equity-bewerteten Anteilen	701	1.944	Übriges Finanzergebnis	2.053	1,62 %	972	0,92 %
Finanzierungsaufwendungen	-2.268	-2.144	Adj. Finanzergebnis	-91	-0,07 %	-1.296	-1,23 %
Übriges Finanzergebnis	972	2.053	Ergebnis vor Steuern (EBT)	8.995	7,09 %	1.260	1,20 %
Finanzergebnis	-595	1.852	Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1.767	-1,39 %	-349	-0,33 %
Ergebnis vor Steuern	1.261	8.994	Ergebnis nach Steuern (Konzern)	7.228	5,70 %	911	0,87 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-349	-1.767	Minderheitenanteile am Konzernergebnis	-392	-0,31 %	49	0,05 %
tatsächlich	-1.145	-2.963	Ergebnis nach Steuern (VW AG)	6.836	5,39 %	960	0,91 %
latent	796	1.196					
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	-	-					
Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten	-	-					
Ergebnis nach Steuern	911	7.226					
Ergebnisanteil von Minderheiten	-49	392					
Ergebnisanteil der Aktionäre der Volkswagen AG	960	6.835					

Aufgrund von Rundungsdifferenzen in der Original-GuV des Volkswagen-Konzerns ergeben sich minimale Abweichungen zwischen der Struktur-GuV sowie der Original-GuV.

2. Überleitung Bilanz: Aktiva

Aktiva (Mio. €)	2009	2010	Verkürzte Konzernbilanz (Mio. €)	2010	Struktur- bilanz	2009	Struktur- bilanz
Langfristige Vermögenswerte			Langfristige Vermögenswerte				
Immaterielle Vermögenswerte	12.907	13.104	Immaterielle Vermögenswerte	13.104	6,57 %	12.907	7,28 %
Sachanlagen	24.444	25.847	Sachanlagen: eigengenutzt	25.847	12,96 %	24.444	13,80 %
Vermietete Vermögenswerte	10.288	11.812	Sachanlagen: vermietet (Financial Services)	12.064	6,05 %	10.504	5,93 %
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	216	252	Finanzanlagen (Beteiligungen)	14.168	7,11 %	10.928	6,17 %
At-Equity-bewertete Anteile	10.385	13.528	Forderungen aus Finanzdienstleistungen	35.817	17,96 %	33.174	18,72 %
Sonstige Beteiligungen	543	640	Sonstige Forderungen und finanzielle Vermögenswerte	12.456	6,25 %	7.445	4,20 %
Forderungen aus Finanzdienstleistungen	33.174	35.817	Summe langfristige Vermögenswerte	113.456	56,90 %	99.402	56,10 %
Sonstige Forderungen und finanzielle Vermögenswerte	3.747	7.519					
Ertragsteuerforderungen	685	689					
Latente Ertragsteuerausprüche	3.013	4.248					
	99.402	113.457					
Kurzfristige Vermögenswerte			Kurzfristige Vermögenswerte				
Vorräte	14.124	17.631	Vorräte	17.631	8,84 %	14.124	7,97 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.692	6.883	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.883	3,45 %	5.692	3,21 %
Forderungen aus Finanzdienstleistungen	27.403	30.164	Forderungen aus Finanzdienstleistungen	30.164	15,13 %	27.403	15,47 %
Sonstige Forderungen und finanzielle Vermögenswerte	5.927	6.605	Sonst. Forderungen und finanz. Vermögenswerte	7.087	3,55 %	6.689	3,78 %
Ertragsteuerforderungen	762	482	Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	24.171	12,12 %	23.869	13,47 %
Wertpapiere	3.330	5.501	Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	0	0,00 %	0	0,00 %
Zahlungsmittel, Zahlungsmitteläquivalente und Termingeldanlagen	20.539	18.670	Summe kurzfristige Vermögenswerte	85.936	43,10 %	77.777	43,90 %
Assets held for sale							
Bilanzsumme	177.178	199.393	Bilanzsumme	199.392	100,00 %	177.179	100,00 %
	77.776	85.936					

3. Überleitung Bilanz: Passiva

Passiva (Mio. €)	2009	2010	Verkürzte Konzernbilanz (Mio. €)	2010	Struktur- bilanz	2009	Struktur- bilanz
Eigenkapital			Eigenkapital				
Gezeichnetes Kapital	1.025	1.191	Gezeichnetes Kapital und Kapitalrücklage	10.517	5,27 %	6.381	3,60 %
Kapitalrücklage	5.356	9.326	Gewinnrücklagen	35.461	17,78 %	28.901	16,31 %
Gewinnrücklagen	28.901	35.461	Eigenkapital vor Minderheiten	45.978	23,06 %	35.282	19,91 %
Eigenkapital vor Minderheiten	35.281	45.978	Anteile von Minderheiten am Eigenkapital	2.734	1,37 %	2.149	1,21 %
Anteile von Minderheiten am Eigenkapital	2.149	2.734	Summe Eigenkapital	48.712	24,43 %	37.431	21,13 %
Langfristige Schulden	37.430	48.712	Langfristige Schulden				
Finanzschulden	36.993	37.159	Finanzielle Verbindlichkeiten	37.159	18,64 %	36.993	20,88 %
Sonstige Verbindlichkeiten	3.028	4.742	Sonstige Verbindlichkeiten	6.411	3,22 %	5.252	2,96 %
Latente Ertragsteuerverpflichtungen	2.224	1.669	Rückstellungen für Pensionen	15.432	7,74 %	13.936	7,87 %
Rückstellungen für Pensionen	13.936	15.432	Sonstige Rückstellungen	14.780	7,41 %	14.034	7,92 %
Ertragsteuerrückstellungen	3.946	3.610	Summe langfristige Schulden	73.782	37,00 %	70.215	39,63 %
Sonstige Rückstellungen	10.088	11.170	Kurzfristige Schulden				
Kurzfristige Schulden	70.215	73.781	Kurzfristige Schulden				
Finanzschulden	40.606	39.852	Finanzielle Verbindlichkeiten	39.852	19,99 %	40.606	22,92 %
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10.225	12.544	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12.544	6,29 %	10.225	5,77 %
Ertragsteuerverbindlichkeiten	73	286	Sonstige Verbindlichkeiten	10.913	5,47 %	8.310	4,69 %
Sonstige Verbindlichkeiten	8.237	10.627	Sonstige Rückstellungen	13.590	6,82 %	10.393	5,87 %
Ertragsteuerrückstellungen	973	2.077	Verbindlichkeiten assoz. mit Vermögenswerten held for sale	0	0,00 %	0	0,00 %
Sonstige Rückstellungen	9.420	11.513	Summe kurzfristige Schulden	76.899	38,57 %	69.534	39,24 %
Verbindlichkeiten assoziiert mit Vermögenswerten held for sale			Bilanzsumme	199.393	100,00 %	177.180	100,00 %
Bilanzsumme	177.178	199.393					

B Fünfjahresübersicht

1. Gewinn- und Verlustrechnung

	2010	2009	2008	2007	2006	Struktur- GuV
Verkürzte Konzern-GuV (in Mio. €)						
Umsatzerlöse	126.875	105.187	113.808	108.897	104.875	100,00 %
Herstellungskosten des Umsatzes	-105.431	-91.608	-96.612	-92.603	-91.020	-85,04 %
Bruttoergebnis	21.444	13.579	17.196	16.294	13.855	14,96 %
Vertriebskosten	-12.213	-10.537	-10.552	-9.274	-9.180	-8,52 %
Verwaltungskosten	-3.287	-2.59 %	-2.742	-2.453	-2.312	-2,25 %
Sonstige operative Aufwendungen/Erträge	3.142	2,48 %	3.341	2.318	19	2,13 %
Adj. operatives Ergebnis (EBIT)	9.086	2.556	7.243	6.885	2.582	6,32 %
Finanzierungsaufwendungen	-2.144	-1,69 %	-1.815	-1.647	-1.586	-1,51 %
Übriges Finanzergebnis	2.053	1,62 %	1.180	1.305	997	1,20 %
Adj. Finanzergebnis	-91	-0,07 %	-635	-342	-589	-0,56 %
Ergebnis vor Steuern (EBT)	8.995	7,09 %	6.608	6.543	1.793	6,01 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1.767	-1,39 %	-1.920	-2.421	162	-2,22 %
Ergebnis nach Steuern (Konzern)	7.228	5,70 %	4.688	4.122	1.955	3,79 %
Minderheitenanteile am Konzernergebnis	-392	-0,31 %	65	-2	-1	0,06 %
Ergebnis nach Steuern (VW AG)	6.836	5,39 %	4.753	4.120	1.954	3,78 %

2. Bilanz: Aktiva

	2010	2009	2008	2007	2006	Struktur- bilanz	Struktur- bilanz	Struktur- bilanz	Struktur- bilanz
Verkürzte Konzernbilanz (Mio. €)									
Langfristige Vermögenswerte									
Immaterielle Vermögenswerte	13.104	12.907	12.291	6.830	7.193	6,57 %	7,28 %	7,32 %	4,70 %
Sachanlagen: eigengenutzt	25.847	24.444	23.121	19.338	20.340	12,96 %	13,80 %	13,77 %	13,30 %
Sachanlagen: vermietet (Financial Services)	12.064	10.504	10.039	8.331	8.039	6,05 %	5,93 %	5,98 %	5,73 %
Finanzanlagen (Beteiligungen)	14.168	10.928	6.956	8.343	7.286	7,11 %	6,17 %	4,14 %	5,74 %
Forderungen aus Finanzdienstleistungen	35.817	33.174	31.855	27.522	26.450	17,96 %	18,72 %	18,97 %	18,93 %
Sonst. Forderungen und Finanzielle Vermögenswerte	12.456	7.445	7.494	6.477	6.066	6,25 %	4,20 %	4,46 %	4,46 %
Summe langfristige Vermögenswerte	113.456	99.402	91.756	76.841	75.374	56,90 %	56,10 %	54,64 %	52,86 %
Kurzfristige Vermögenswerte									
Vorräte	17.631	14.124	17.816	14.031	12.463	8,84 %	7,97 %	10,61 %	9,65 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.883	5.692	5.969	5.691	5.049	3,45 %	3,21 %	3,55 %	3,92 %
Forderungen aus Finanzdienstleistungen	30.164	27.403	27.035	24.914	23.426	15,13 %	15,47 %	16,10 %	17,14 %
Sonst. Forderungen und finanz. Vermögenswerte	7.087	6.689	11.092	7.153	5.833	3,55 %	3,78 %	6,61 %	4,92 %
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	24.171	23.869	13.244	16.727	14.458	12,12 %	13,47 %	7,89 %	11,51 %
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	0	0	1.007	0	0	0,00 %	0,00 %	0,60 %	0,00 %
Summe kurzfristige Vermögenswerte	85.936	77.777	76.163	68.516	61.229	43,10 %	43,90 %	45,36 %	47,14 %
Bilanzsumme	199.392	177.179	167.919	145.357	136.603	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %

3. Bilanz: Passiva

	2010	2009	2008	2007	2006	Struktur- bilanz	2010	2009	2008	2007	2006	Struktur- bilanz	Struktur- bilanz
Verkürzte Konzernbilanz (Mio. €)													
Gezeichnetes Kapital und Kapitalrücklage	10.517	6.381	6.375	6.157	5.946	3,80 %	3,60 %	6,375	6,157	5,946	4,24 %	4,35 %	
Gewinnrücklagen	35.461	28.901	28.636	25.718	20.958	17,69 %	16,31 %	28,636	25,718	20,958	17,69 %	15,34 %	
Eigenkapital vor Minderheiten	45.978	35.282	35.011	31.875	26.904	20,85 %	19,91 %	35,011	31,875	26,904	21,93 %	19,70 %	
Anteile von Minderheiten am Eigenkapital	2.734	2.149	2.377	63	55	1,42 %	1,21 %	2,377	63	55	0,04 %	0,04 %	
Summe Eigenkapital	48.712	37.431	37.388	31.938	26.959	22,27 %	21,13 %	37.388	31.938	26.959	21,97 %	19,74 %	
Langfristige Schulden													
Finanzielle Verbindlichkeiten	37.159	36.993	33.257	29.315	28.734	19,81 %	20,88 %	33,257	29,315	28,734	20,17 %	21,03 %	
Sonstige Verbindlichkeiten	6.411	5.252	6.889	4.882	3.889	4,10 %	2,96 %	6,889	4,882	3,889	3,36 %	2,85 %	
Rückstellungen für Pensionen	15.432	13.936	12.955	12.603	13.854	7,72 %	7,87 %	12,955	12,603	13,854	8,67 %	10,14 %	
Sonstige Rückstellungen	14.780	14.034	12.628	10.551	9.682	7,52 %	7,92 %	12,628	10,551	9,682	7,26 %	7,09 %	
Summe langfristige Schulden	73.782	70.215	65.729	57.351	56.159	39,14 %	39,63 %	65.729	57.351	56.159	39,46 %	41,11 %	
Kurzfristige Schulden													
Finanzielle Verbindlichkeiten	39.852	40.606	36.123	28.677	30.023	21,51 %	22,92 %	36,123	28,677	30,023	19,73 %	21,98 %	
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12.544	10.225	9.676	9.099	8.190	5,76 %	5,77 %	9,676	9,099	8,190	6,26 %	6,00 %	
Sonstige Verbindlichkeiten	10.913	8.310	8.604	7.182	6.367	5,12 %	4,69 %	8,604	7,182	6,367	4,94 %	4,66 %	
Sonstige Rückstellungen	13.590	10.393	9.633	11.110	8.905	5,74 %	5,87 %	9,633	11,110	8,905	7,64 %	6,52 %	
Verbindlichkeiten assoz. mit Vermögenswerten held for sale	0	0	766	0	0	0,46 %	0,00 %	766	0	0	0,00 %	0,00 %	
Summe kurzfristige Schulden	76.899	69.534	64.802	56.068	53.485	38,57 %	39,24 %	64.802	56.068	53.485	38,57 %	39,15 %	
Bilanzsumme	199.393	177.180	167.919	145.357	136.603	100,00 %	100,00 %	167.919	145.357	136.603	100,00 %	100,00 %	

edition der Hans-Böckler-Stiftung
Bisher erschienene Reihentitel ab Band 262

	Bestell-Nr.	ISBN	Preis/€
Reingard Zimmer (Hrsg.) Rechtsprobleme der förmlichen Unterbietungskonkurrenz	13262	978-3-86593-157-3	15,00
Uwe Jürgenhake, Cordula Sczesny, Frauke Füsers Berufslaufbahnen von Betriebsratsmitgliedern	13263	978-3-86593-159-7	20,00
Felix Ekhardt Sicherung sozial-ökologischer Standards durch Partizipation	13264	978-3-86593-175-7	15,00
Reingard Zimmer (Hrsg.) Tarifeinheit – Tarifpluralität in Europa	13265	978-3-86593-161-0	18,00
Heiko Geiling, Stephan Meise, Dennis Eversberg Die IG Metall lokal	13266	978-3-86593-162-7	32,00
Michael Gümbel, Sonja Nielbock Die Last der Stereotype	13267	978-3-86593-163-4	28,00
Günter Pochmann, Markus Sendel-Müller, Sven Kischewski, Marion Houben Internationale Bilanzpolitik	13269	978-3-86593-165-8	29,00
Thorsten Ludwig, Holger Seidel, Jochen Tholen Offshore-Windenergie: Perspektiven für den deutschen Schiffbau	13270	978-3-86593-167-2	25,00
Achim Sollanek, Pascal Hansen Bankbilanzen nach IFRS	13271	978-3-86593-169-6	24,00
Johannes Koch, Winfried Heidemann, Christine Zumbeck Weiterbildung im Betrieb mit E-Learning, Web 2.0, Mikrolernen und Wissensmanagement	13273	978-3-86593-172-6	15,00
Heinz-Jürgen Klepzig, Johann Lachhammer, Ulrike Martina Dambmann Going-offshore – Standortverlagerung ins Ausland Grundlagen	13274	978-3-86593-160-3	25,00
Heinz-Jürgen Klepzig, Johann Lachhammer, Ulrike Martina Dambmann Going-offshore – Standortverlagerung ins Ausland Handbuch	13275	978-3-86593-163-3	25,00
Lasse Pütz, Manuela Maschke (Hrsg.) Compliance – ein Thema für Betriebs- und Aufsichtsräte	13276	978-3-86593-174-0	22,00
Nora Gaupp Wege in Ausbildung und Ausbildungslosigkeit	13277	978-3-86593-176-4	22,00
Wiebke Friedrich, Christoph H. Schwarz, Sebastian Voigt Gewerkschaften im demokratischen Prozess: 10 internationale Beiträge	13278	978-3-86593-177-1	29,00
Karl-Jürgen Bieback Verfassungs- und sozialrechtliche Probleme einer Änderung der Beitragsbemessungsgrenze in der GKV	13280	978-3-86593-182-5	15,00
Jürgen Dispan, Heinz Pfäfflin Nachhaltige Wertschöpfungsstrategie	13283	978-3-86593-184-9	15,00

	Bestell-Nr.	ISBN	Preis/€
Johannes Blome-Drees, Reiner Rang Unternehmensübernahmen durch Belegschaften im Rahmen von Unternehmensnachfolgen, Unternehmensverkäufen und Unternehmenskrisen	13284	978-3-86593-186-3	20,00
Achim Sollanek, Jeanette Klessig Die Mindestanforderung an das Risikomanagement bei Kreditinstituten (MaRisk)	13285	978-3-86593-187-0	12,00
Thorsten Sellhorn, Katharina Hombach, Christian Stier Strategische Finanzberichterstattung durch Pro forma-Kennzahlen und Finanzgrafiken	13286	978-3-86593-189-4	20,00
Christiane Kohs Der Jahresabschluss der Holding	13287	978-3-86593-190-0	12,00
Judith Beile, Benjamin Kratz, Malte Pohlmann, Katrin Vitols Nachhaltigkeitsberichte im Vergleich	13288	978-3-86593-191-7	32,00
Antje Blöcker Arbeit und Innovationen für den sozial-ökologischen Umbau in Industriebetrieben	13289	978-3-86593-192-4	22,00
Peter Wilke, Thorsten Ludwig, Katrin Schmid, Jan Ulatowski, Matthias N. Winter Struktureller Wandel und nachhaltige Modernisierung – Perspektiven der Industriepolitik in Norddeutschland	13292	978-3-86593-196-2	32,00
Gerd Waschbusch, Markus Sendel-Müller Zweckgesellschaften – Bilanzpolitisches Gestaltungspotenzial und Bedeutung im Rahmen der Corporate Governance-Umsetzung	13293	978-3-86593-197-9	25,00
Michael Whittall, Stefan Lücking, Rainer Trinczek, Jennifer Gunkel Closed Frontiers – Why German multinationals don't utilise the European Works Council Directive	13294	978-3-86593-198-6	18,00
Hans-Jürgen Michalski Der Wandel der Telekommunikationsindustrie im 21. Jahrhundert	13296	978-3-86593-200-6	28,00
Michaela Klemisch Dienstleistungsinnovationen – Betriebliche Zukunft mitgestalten	13297	978-3-86593-202-0	12,00
Gulnara Aitova Prospects and contradictions concerning social partnership in Russia in the age of globalisation	13298	978-3-86593-203-7	18,00

Ihre Bestellungen senden Sie bitte unter Angabe der Bestellnummern an den Setzkasten oder unter Angabe der ISBN an Ihre Buchhandlung. Ausführliche Informationen zu den einzelnen Bänden können Sie dem aktuellen Gesamtverzeichnis der Buchreihe **edition** entnehmen.

Setzkasten GmbH
Kreuzbergstraße 56
40489 Düsseldorf
Telefax 0211-40 800 90 40
mail@setzkasten.de

Hans-Böckler-Stiftung

Die Hans-Böckler-Stiftung ist das Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des Deutschen Gewerkschaftsbundes. Gegründet wurde sie 1977 aus der Stiftung Mitbestimmung und der Hans-Böckler-Gesellschaft. Die Stiftung wirbt für Mitbestimmung als Gestaltungsprinzip einer demokratischen Gesellschaft und setzt sich dafür ein, die Möglichkeiten der Mitbestimmung zu erweitern.

Mitbestimmungsförderung und -beratung

Die Stiftung informiert und berät Mitglieder von Betriebs- und Personalräten sowie Vertreterinnen und Vertreter von Beschäftigten in Aufsichtsräten. Diese können sich mit Fragen zu Wirtschaft und Recht, Personal- und Sozialwesen, zu Aus- und Weiterbildung an die Stiftung wenden.

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut (WSI)

Das Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut (WSI) in der Hans-Böckler-Stiftung forscht zu Themen, die für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von Bedeutung sind. Globalisierung, Beschäftigung und institutioneller Wandel, Arbeit, Verteilung und soziale Sicherung sowie Arbeitsbeziehungen und Tarifpolitik sind die Schwerpunkte. Das WSI-Tarifarchiv bietet umfangreiche Dokumentationen und fundierte Auswertungen zu allen Aspekten der Tarifpolitik.

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)

Das Ziel des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung ist es, gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge zu erforschen und für die wirtschaftspolitische Beratung einzusetzen. Daneben stellt das IMK auf der Basis seiner Forschungs- und Beratungsarbeiten regelmäßige Konjunkturprognosen vor.

Forschungsförderung

Die Forschungsförderung finanziert und koordiniert wissenschaftliche Vorhaben zu sechs Themenschwerpunkten: Erwerbsarbeit im Wandel, Strukturwandel – Innovationen und Beschäftigung, Mitbestimmung im Wandel, Zukunft des Wohlfahrtsstaats, Bildung für und in der Arbeitswelt sowie Geschichte der Gewerkschaften.

Studienförderung

Als zweitgrößtes Studienförderungswerk der Bundesrepublik trägt die Stiftung dazu bei, soziale Ungleichheit im Bildungswesen zu überwinden. Sie fördert gewerkschaftlich und gesellschaftspolitisch engagierte Studierende und Promovierende mit Stipendien, Bildungsangeboten und der Vermittlung von Praktika. Insbesondere unterstützt sie Absolventinnen und Absolventen des zweiten Bildungsweges.

Öffentlichkeitsarbeit

Mit dem 14-tägig erscheinenden Infodienst „Böckler Impuls“ begleitet die Stiftung die aktuellen politischen Debatten in den Themenfeldern Arbeit, Wirtschaft und Soziales. Das Magazin „Mitbestimmung“ und die „WSI-Mitteilungen“ informieren monatlich über Themen aus Arbeitswelt und Wissenschaft.

Mit der Homepage www.boeckler.de bietet die Stiftung einen schnellen Zugang zu ihren Veranstaltungen, Publikationen, Beratungsangeboten und Forschungsergebnissen.

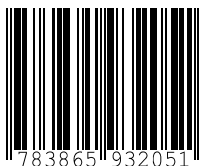
Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39 Telefon: 02 11/77 78-0

40476 Düsseldorf

Telefax: 02 11/77 78-225

Der ständige Umgang mit betriebswirtschaftlichen Zahlen gehört längst zur alltäglichen Arbeit von Arbeitnehmervertretern und Arbeitnehmervertreterinnen in den Aufsichts- aber auch Betriebsräten. Das Herzstück der zahlreichen Berichte, mit denen es insbesondere Aufsichtsräte zu tun bekommen, bildet dabei der Jahresabschluss. Ihn gilt es zu billigen und festzustellen. Zu prüfen ist dabei insbesondere die Angemessenheit des Bildes, das der Abschluss von der Finanz-, Vermögens- und Ertragslage des Unternehmens zeichnet. Darüber hinaus stellen sich für die Aufsichtsräte jedoch auch Fragen hinsichtlich der Ertragsperspektiven, der finanziellen Stabilität und der Kostenstruktur des Unternehmens. Jahresabschlussanalysen stellen hierbei ein wertvolles Hilfsmittel dar, da sie die teils umfangreichen Zahlenwerke mittels Strukturierung, Vergleich und Ermittlung von Kennzahlen auf zentrale Aussagen verdichten. Mandatsträger in den Aufsichts- und Betriebsräten erhalten so die Möglichkeit, das Bild der Zahlen mit ihren eigenen, oft sehr tiefgehenden Kenntnissen über die betriebliche Realität abzugleichen und die Unternehmensführung auf diese Weise kritisch und konstruktiv zu begleiten. Das Handbuch im ersten Teil der vorliegenden Publikation soll dabei helfen, den roten Faden einer Bilanzanalyse besser nachzuvollziehen, und dem Leser somit einen „Kompass“ durch die Welt der Kennzahlen mit auf den Weg geben. Durch das praktische Analysebeispiel, anhand des Konzernabschlusses der Volkswagen AG 2010, werden im zweiten Teil die praktischen Schritte zusätzlich vertieft.



9 783865 932051

ISBN 978-3-86593-205-1

€ 25,00